

Kapitalisaatiosopimuksen ja suoran osakesijoittamisen tuottoerot

Pasi Leino

Tekijä Pasi Leino	
Koulutusohjelma Liiketalous	
Opinnäytetyön otsikko Kapitalisaatiosopimuksen ja suoran osakesijoittamisen tuottoerot	Sivu- ja liitesivumäärä 35+1
<p>Opinnäytetyön tarkoituksena on selvittää kapitalisaatiosopimuksen ja suoran osakesijoittamisen tuottoeroja. Tutkimuksessa on sijoitettu sama pääoma suoraan osakkeisiin sekä kapitalisaatiosopimuksen sisällä. Tutkimuksen avulla pyritään vertailemaan kapitalisaatiosopimuksen veroedun vaikutusta tuottoihin. Tutkimuksen sijoitusperiodi on 31.12.2010–31.12.2015. Tutkimukseen valittiin neljä osaketta, joista kaksi vaihdettiin kesken sijoitusperiodin. Työn tutkimuksessa on käytetty kvantitatiivista eli määrällistä tutkimusmenetelmää, koska tutkimusaineisto on pääosin numeerista. Tutkimuksen data on kerätty Nasdaq OMX Helsingin ja Kauppalehden verkkosivuilta.</p> <p>Päätutkimusongelmana oli selvittää kuinka kapitalisaatiosopimuksen ja suoran osakesijoittamisen tuotot eroavat, kun sijoituskohdetta vaihdetaan kesken sijoitusperiodin ja osingot sijoitetaan uudelleen osakkeisiin. Tutkimuksessa vaihdetaan kahta osaketta kesken sijoitusperiodin. Kapitalisaatiosopimuksessa pystyy sijoituskohdetta vaihtamaan verottomasti sekä osingot pystyy uudelleensijoittamaan osakkeisiin verottomasti, toisin kuin suorassa osakesijoittamisessa. Kapitalisaatiosopimuksessa on suuremmat kulut, jotka tasoittavat verohyötöä.</p> <p>Aluksi työssä on selvitetty suoran osakesijoittamisen ja kapitalisaatiosopimuksen teoriaa, hyödyntäen alan kirjallisuutta. Lukijalle pyritään selvittämään molempien sijoitusmuotojen ominaisuudet ja keskeisimmät tuoton muodostumisen pääperiaatteet sekä sijoittamisen vero-kohtelua. Vero-osiossa kerrotaan, mistä sijoittamisessa joudutaan maksamaan veroja ja kuinka ne vaikuttavat tuottoihin.</p> <p>Tutkimuksessa päädyttiin lopputulokseen, jossa tässä tutkimuksessa kapitalisaatiosopimus olisi kannattavampi vaihtoehto, kun kahta osaketta vaihdetaan kesken sijoitusperiodin. Kapitalisaatiosopimuksen verohyötö kallistaa tuotot hieman paremmiksi kuin suorassa osakesijoittamisessa, kun kahta osaketta vaihdettiin. Ei voida kuitenkaan sanoa, että kapitalisaatiosopimus olisi aina kannattavampi. Näiden kahden sijoitusmuodon tuottoihin vaikuttavat niin valitut palveluntarjoajat, kulurakenne, myyntivoitot ja -tappiot, sijoitusstrategiat kuin sijoittajan henkilökohtaiset päätöksetkin. Tutkimuksen johtopäätöksenä voi pitää, että kun sijoituskohteita vaihdetaan aktiivisesti, niin kapitalisaatiosopimuksesta tuleva verohyöty sopii aktiiviseen kaupankäyntiin paremmin kuin suora osakesijoittaminen.</p>	
Asiasanat Kapitalisaatiosopimus, osakesijoittaminen, verotus	

Authors Pasi Leino	
Degree programme Economics and Business Administration	
The title of thesis The profit difference between capital redemption contract and direct investments	Number of report pages and attachment pages 35+1
<p>The purpose of the thesis was to solve the difference between capital redemption contract's and direct investing's profits. In the study, the same amount of capital was invested to capital redemption contract and directly to shares. Two of the shares in the study was replaced with two new shares in the investment period. Also the dividends were invested back to the shares. The study takes place between 31 of December 2010 and 31 of December 2015, whereof the data was collected from. Four shares were chosen to the study and two of them were replaced middle of the investing period. The method used in the thesis was quantitative because most of the data was numeric. The data was collected from internet sites of Nasdaq OMX Helsinki and Kauppalehti.</p> <p>The main research problem was to find out how the profits of capital redemption contract and direct investing differ from each other, when two of the shares were replaced in the middle of the period. In capital redemption contract, the investment can be changed without paying taxes and the dividend can be reinvested to the shares without taxes. In direct investments taxes has to be paid at all times. Although there are bigger expenses in capital redemption contract, which levels the benefit of taxes.</p> <p>In the beginning of the thesis, there are explained the theory of direct investing and capital redemption contract using the literature of investing. The purpose is to clarify the main features and formations of profits of both investing forms to the reader. Also the taxation of investing is straighten out. In the taxation part, there is explained whereof you have to pay taxes and how it affects to the profits.</p> <p>The study ended up to conclusion that in this situation the capital redemption contract is more profiting when two of the shares were replaced. The benefit of taxation in the capital redemption contract made it little more profiting than in direct investment. But the conclusion is that capital redemption contract isn't necessary more profitable in all cases. In both investing methods you have to take a notice to the services providers, cost structure, capital gains and losses, investing strategies and the investors own decisions, which all affects to the profit. But based on the study you could say that the more the investments are changed, the better capital redemption contract is compared to direct investing.</p>	
Key words Capital redemption contract, direct investing, taxation	

Sisällys

1	Johdanto	1
1.1	Tutkimuksen tavoite	1
1.2	Tutkimusongelma.....	2
1.3	Tutkimusmenetelmät ja käytettävä aineisto	2
2	Sijoittaminen osakemarkkinoille	4
2.1	Osakesijoittaminen.....	5
2.2	Osakesijoittamisen tuotto	6
2.3	Sijoittamisen kustannukset.....	7
2.4	Sijoittamisen riskit ja kertoimet	8
3	Kapitalisaatiosopimus.....	10
3.1	Kapitalisaatiosopimuksen ominaisuudet.....	11
3.2	Kapitalisaatiosopimuksen kustannukset	12
3.3	Kapitalisaatiosopimuksen riskit	12
4	Verotus	14
4.1	Pääomatuloverotus	14
4.2	Luovutus- eli myyntivoitot.....	14
4.3	Luovutus- eli myyntitappiot.....	15
4.4	Osinkotulojen verotus.....	16
4.5	Kapitalisaatiosopimuksen verotus	16
5	Tutkimus	18
5.1	Tutkimusaineisto	18
6	Tutkimustulokset	22
6.1	Tuotot ennen kuluja	23
6.2	Tuotot kulujen jälkeen	25
6.3	Tutkimustulosten yhteenveto.....	28
7	Johtopäätökset.....	31
	Lähteet	34
	Liitteet.....	36
	Liite 1. Osinko oikaistu tuotto.....	36

1 Johdanto

Yksi kansantalouden keskeisimmistä faktoista on pitkään ollut, että vain säästämällä osa tuloista voidaan vaurastua. Se pätee vielä nykyäänkin. Kuluttamalla kaikki saadut tulot joudutaan oravanpyörään, joka ei johda mihinkään. Sijoittamisen historiassa on tapahtunut niin nousu- ja laskusuhdanteita, silti sijoittaminen on kasvattanut suosiotaan koko ajan. Erilaiset sijoittamisen muodot ovat monipuolistaneet sijoituskenttää ja nykyään on jopa vaikeuksia valita sopivimmat sijoituskohteet. Ei siltikään voida sanoa, että sijoittamisessa on liikaa riskiä, koska sijoituskohteita on luotu niin paljon, että niistä löytyy niin riskin kaihtajalle kuin hurjapäällekin sopivia sijoituskohteita.

Sijoittaminen on monipuolistunut jatkuvasti ja markkinoille on rantautunut jatkuvasti uusia tuotteita sääntelyn lisääntyessä ja sijoitustietoisuuden kasvaessa. Sijoittamiseen on tullut paljon uusia näkökulmia, nykyään pystyy sijoittamaan niin suoraan kuin välillisestikin sijoitusinstrumentteihin. Vakuustuotteiden ja muiden välillisten sijoitusten määrä on kasvanut jopa räjähdysmäisesti. Välilliset sijoitustuotteet tuovat sijoittamiseen uusia mahdollisuuksia. Välillisessä sijoittamisessa ei usein omisteta kohde-etuutena olevaa sijoitusinstrumenttia, vaan sen omistaa usein se yritys, jonka kautta pääoma on sijoitettu. Välillisessä sijoittamisessa tuotteet eroavat paljonkin toisistaan esimerkiksi rahastosijoittamista verrattaessa vakuussijoittamiseen.

Sijoittaminen ei aina ole kuitenkaan pelkkää voittokulkua, vaan sijoitusmaailmaa on aika ajoin järjestyttänyt erilaiset tapahtumat. Lähiaikojen suurin finanssikriisi lähti liikkeelle Yhdysvaltojen asuntomarkkinoiden liian suurista asuntoluotoista vuosina 2008–2009. Investointipankki Lehman Brothers ajautui konkurssiin ja markkinoille levisi epävarmuus pankkien taloudellisista tilanteista. Vaikutukset osuivat myös Suomeen, mikä johti siihen, että monien yritysten liikevaihto laski jyrkästi ja ne joutuvat rahoitusvaikeuksiin. Se heijastui negatiivisesti osakemarkkinoille ja osakkeiden hinnat lähtivät jyrkkään laskuun. Markkinoilla on kuitenkin loppujen lopuksi aina tapana korjaantua ajan myötä, vaikka siinä saattaisi mennä vuosiakin.

1.1 Tutkimuksen tavoite

Opinnäytetyön tavoite on selvittää mitä eroja on kapitalisaatiosopimukseen sijoittamisessa ja suorassa osakesijoittamisessa. Tutkimuksessa tutkitaan kuinka kapitalisaatiosopimuksesta tuleva verotuksellinen hyöty vaikuttaa kokonaistuottoihin verrattuna suoraan osakesijoittamiseen. Tutkimuksessa tutkitaan myös kuinka kapitalisaatiosopimuksen sisällä

vaihdettujen sijoituskohteiden veroton vaihto vaikuttaa kokonaistuottoihin verrattuna suoraan osakesijoittamiseen.

Tutkimuksessa perehdytään osakesijoittamiseen ja tavoitteena on antaa lukijalle perustiedot osakesijoittamisesta sekä yleisesti sijoittamisesta. Tutkimuksessa selvittää tarkemmin osakesijoittamista ja kapitalisaatiosopimukseen sijoittamista. Tutkimuksessa selvitetään myös sijoittamisen verokohtelua.

1.2 Tutkimusongelma

Tutkimuksen ensisijainen tutkimuskysymys on ”Onko kannattavampaa sijoittaa kapitalisaatiosopimukseen kuin suoraan osakkeisiin?” Tutkimuksessa sijoitetaan kapitalisaatiosopimukseen ja suoraan osakkeisiin sama määrä pääomaa samoihin osakkeisiin, niin että myös osingot sijoitetaan uudelleen samoihin osakkeisiin. Tutkimuksessa tutkitaan myös kuinka sijoituskohteiden vaihto kesken sijoitusperiodin vaikuttaa sijoituksen tuottoihin sekä kapitalisaatiosopimuksessa että suorassa osakesijoittamisessa. Tutkimuksessa vaihdetaan kaksi osaketta kahteen uuteen osakkeeseen. Selvitetään tuoko sijoituskohteen vaihdon yhteydessä tuleva verotuksellinen hyöty ylimääräistä etua kapitalisaatiosopimuksen arvoon.

Tutkimusongelma ratkaistaan laskemalla viiden vuoden sijoitusperiodilta osakkeiden tuotot kapitalisaatiosopimuksessa ja suorassa osakesijoittamisessa. Tuottoja vertaillaan ennen kuluja ja kulujen jälkeen sekä sijoitusten realisoinnin jälkeen. Tutkimuksen pohjalta tehdään suuntaa antavia johtopäätöksiä

1.3 Tutkimusmenetelmät ja käytettävä aineisto

Tutkimuksessa verrataan kapitalisaatiosopimuksen ja suoran osakesijoittamisen tuottoeroja. Koska tutkimusmateriaali on pääosin numeerista, käytetään kvantitatiivista eli määrällistä tutkimusmenetelmää. Osakkeiden sen hetkiset arvot ja osinkotulot on kerätty NASDAQ OMX Helsingin ja Kauppalehden verkkosivuilta. Osakesijoittamisen sekä kapitalisaatiosopimuksen kulut on kerätty eri palveluntarjoajien sivuilta ja kuluina käytetään keskimääräisiä hintoja. Kerätty aineisto analysoidaan Excelissä, laskien osakkeiden arvon kehitykset ja kulut ottaen verot huomioon.

Kapitalisaatiosopimuksista on aikaisemmin tehty opinnäytetöitä. Pauli Leinvuo tutkii kapitalisaatiosopimusten ja suoran osakesijoittamisen eroa työssään ”Sijoittaminen kapitalisaatiosopimukseen” sekä Ville Ruuttunen vertailee erilaisten kapitalisaatiosopimusten kuluja työssään ”Kapitalisaatiosopimusten kuluvertailu”. Pauli Leinvuon työssä on keskityt-

ty vain osinkojen uudelleensijoittamiseen osakkeisiin. Hänen työssään sijoitussalkku tuotti tappiota joka vuosi sijoitusperiodin aikana. Tämä työ tuo hieman erilaisen näkökulman kapitalisaatiosopimuksen ja suoran osakesijoittamisen välille, koska tutkimuksessa osakkeet tuottavat voittoa sijoitusperiodin aikana ja sijoituskohdetta vaihdetaan kesken sijoitusperiodin.

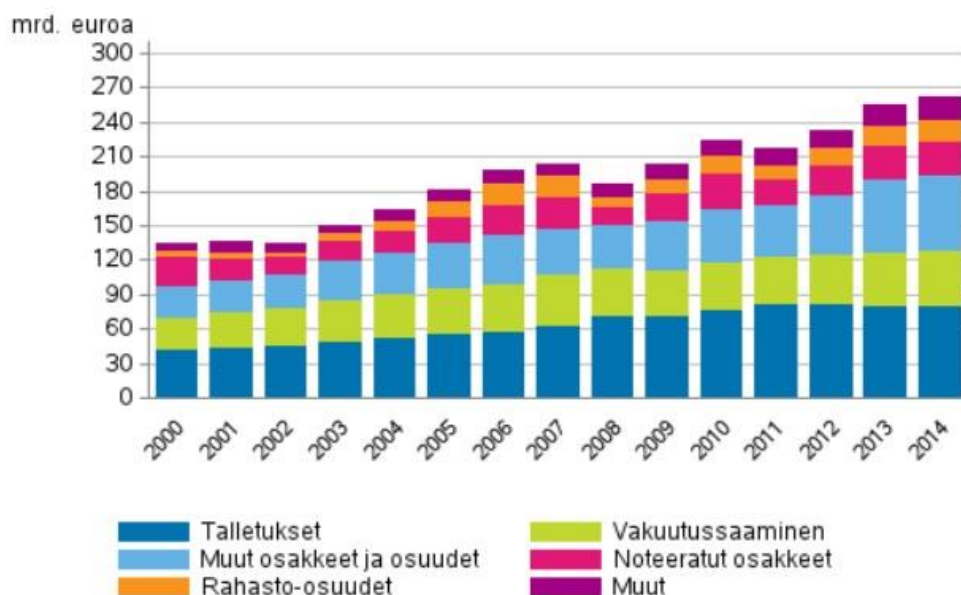
2 Sijoittaminen osakemarkkinoille

Osakemarkkinat ovat vain yksi osa laajasta sijoitusmarkkinoiden kentästä. Nykyisin pystyy sijoittamaan rahansa niin osakkeisiin, rahastoihin, joukkovelkakirjoihin, indekseihin, säästö- ja sijoitusvakuutuksiin kuin normaaleihin pankkitalletuksiinkin. Suomen rahoitusmarkkinat ovat olleet suuressa rakennemuutoksessa viimeisien vuosikymmenien aikana. Pankkitalletusten suhteellisen suuri osuus suomalaisten sijoitusvarallisuudesta on kaventunut ja erityisesti osakesijoitusten osuus kasvanut. Erilaisten sijoitusmuotojen kuten eläkesäästämisen tarve on kasvanut ikääntymisen johdosta. Myös kotitalouksien tietoisuus eri sijoituskohteista on kasvanut hurjasti. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2011, 15–16.)

Sijoituskohteet voidaan jakaa suoriin ja välillisiin sijoituskohteisiin. Suoria sijoituskohteita ovat talletukset ja rahamarkkinasijoitukset, osakkeet, kiinteistöt ja joukkolainat. Osalle suorista sijoituskohteista tyypillistä on arvopaperien osto, joiden arvot määrittyvät suoraan rahoitusmarkkinoilla. Välillisiä sijoituskohteita ovat puolestaan sijoitusrahastot ja vakuutussidonnaiset sijoituskohteet. Myös näiden arvot määräytyvät niiden taustalla olevien arvopaperien arvojen perusteella. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2011, 95–96.)

Kuviosta 1. näkee, kuinka suomalaisten kotitalouksien sijoitusvarallisuus on jakautunut. Kuviosta selviää, että pankkitalletukset ovat pitkään olleet suurin säästämisen kohde, mutta osakkeiden ja vakuutussijoittamisen kohdalla on ollut selkeää kasvua lähivuosina. Se voi selittyä sillä, että ihmiset ovat hyvin paljon tietoisempia eri sijoitusmuodoista kuin ennen ja pääomille vaaditaan parempia ja varmempia tuottoja. (Tilastokeskus 2014.)

Kuvio 1. Suomalaisten kotitalouksien sijoitusvarallisuuden jakautuminen (Tilastokeskus 2014).



2.1 Osakesijoittaminen

Pörssiosakkeen ostamalla, omistaa osuuden osakeyhtiöstä. Osuus on yhtä suuri kuin omistamiensa osakkeiden osuus koko osakepääomasta. Osakkeen omistajalla on erilaisia oikeuksia, jotka voidaan jakaa taloudellisiin oikeuksiin ja päätösvaltaan. Taloudellisia oikeuksia ovat oikeus yhtiön osingonjaosta tulevaan pääomaan ja etuoikeus merkitä uusia osakkeita osakeannissa. Päätösvalta ilmenee oikeudella osallistua yhtiökokouksiin sekä suurin osa osakeyhtiön hallituksesta koostuu suurimmista osakkeenomistajista. Osakkeilla käydään kauppaa julkisessa arvopaperipörssissä eli jälkimarkkinoilla. Jälkimarkkinat antavat mahdollisuuden joustaviin omistajanmuutoksiin. Suomalainen arvopaperipörssi Helsingin pörssi on nykyään NASDAQ OMX Helsinki, jossa pystyy käydä kauppaa niin osakkeilla, optioilla, johdannaisilla kuin joukkovelkakirjalainoilla. Osakesijoittaminen voidaan laskea hyvin riskialttiiksi sijoituskohteeksi. Pörssikurssit heilahtelevat huomattavasti jopa päiväkohtaisesti, joten huonosti ajoitetuilla lyhytaikaisilla sijoituksilla voi hävitä hyvin paljon. (Saario 2012, 16–19.)

Osakkeiden hinta muodostuu markkinoilla kysynnän ja tarjonnan mukaan. Kysynnän ja tarjonnan takia osakkeiden hinnat voivat vaihdella paljon ja lyhyellä aikavälillä osakemarkkinat voivat epäonnistua yhtiöiden arvostuksessa. Sen takia osakkeiden hinnat voivat nousta liian korkealle tai laskea liian alas. Liian korkealle noussut osakkeen hinta tarkoittaa sitä, että osakkeen hinta tulee todennäköisesti laskemaan tulevaisuudessa ja lyhyen aikavälin tuotosta tulee negatiivista. Kun taas liian alas laskenut osakkeen hinta antaa tulevaisuudessa mahdollisuuden tuottoon, joka ylittää sijoitukseen liittyvän riskin. Lyhyellä aikavälillä sijoittajien pelko ja ahneus vaikuttavat kurssien heilahteluihin, mutta pitkällä aikavälillä talouden yleinen kehitys ja pörssiyhtiöiden osingonmaksukyky ratkaisevat osakkeiden hintakehityksen. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2011, 102–103; Saario 2012, 23–24.)

Osakkeisiin voi sijoittaa suoraan tai välillisesti. Kun sijoitetaan suoraan osakkeisiin, niin osakkeet ostetaan suoraan arvopaperipörssistä ja silloin ostajasta tulee osakkeen omistaja. Osakkeita pystyy ostamaan myös välillisesti esimerkiksi osakerahastojen tai vakuutuslaitosten kautta. Rahastoja ostettaessa, ostetaan osuus rahastosta. Tällöin ostaja ei omista osakkeita, vaan ne omistavat se yhtiö, johon rahastosta osuus on ostettu. Sama pätee sijoitusvakuutuslaitosten osakkeisiin liittyvät myös erilaiset johdannaiset, joiden avulla voi suojautua esimerkiksi kurssilaskuja vastaan tai sijoituksen tuotto-odotusten kasvattamiseksi. Johdannaiset ovat sidottuja johonkin kohde-etuuteen, joita ovat osakkeet, osakeindeksit, valuutat, korot ja raaka-aineet. Tässä työssä keskitytään kuitenkin vain

suoraan osakesijoittamiseen ja sijoitusvakuutuksista kapitalisaatiosopimukseen. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2011, 117 & 130–134)

Jotta sijoittaja pystyy ostamaan ja myymään osakkeita on hänellä oltava henkilökohtainen arvo-osuustili. Arvo-osuustilin pystyy avaamaan missä tahansa arvo-osuustilejä pitävässä pankissa, pankkiiriliikkeessä tai Arvopaperikeskuksessa. Osakkeiden omistukset merkitään yleensä yhdelle arvo-osuustilille, mutta tilejä voi olla useampikin. Osakkeiden siirtäminen tilien välillä kuitenkin maksaa. Omistajan vaihdokset rekisteröidään Arvo-osuusjärjestelmään heti, kun osakekauppa on maksettu ja selvitetty. Kaupan selvitys kestää kaksi päivää kaupanteon jälkeen. Tilinhaltija saa ilmoituksen omistajamuutoksesta. (Pörssisäätiö 2015 a, 20–21.)

2.2 Osakesijoittamisen tuotto

Pörssiosakkeet takaavat omistajilleen mahdollisuuden sekä osakkeen arvonnousun kautta tulevaan tuottoon että säännölliseen tulovirtaan osinkojen kautta. Mitä pidempään on osakkeet omistanut, niin sitä suuremmaksi muodostuu osinkojen osuus kokonaistuotosta. Jos tavoittelee voittoja pitkällä aikavälillä, niin kannattaa sijoittaa yrityksiin, joiden voitonjako kasvaa vuosi vuodelta. Lyhyemmissä omistuksissa arvonnousut voivat tuottaa enemmän kuin osingot. Sijoittajat odottavat osakesijoituksista parempaa tuottoa kuin talletuksista ja joukkolainoista, koska riskit ovat korkeammat. Talletuksissa ja joukkolainoissa tuoton tietää etukäteen, koska niistä saa takaisin sijoittamansa pääoman ja tietyn korkotuoton, kun taas osakkeiden tuottoa ei voi etukäteen tietää. Osakkeet on kuitenkin hinnoiteltu osake-markkinoilla niin, että niistä saatava tuotto vastaa riskiä. Osakekurssien odotetaan nousevan ennen mittaamista, koska talous kasvaa ja talouskasvu kasvattaa yrityksen tuloksentekokykyä. Talouden kasvu perustuu usein teknologian kehittymiseen ja tuotannon tehostumiseen. (Saario 2012 101; Kallunki, Martikainen & Niemelä 2011, 102.)

Osakesijoittamisessa, kuten muidenkin arvopaperien kohdalla, tuotto voidaan laskea arvopaperin hinnan muutoksen ja saatujen kassavirtojen summana. Osakesijoittamisessa tuotto määräytyy osakkeen osto- ja myyntihinnan erotuksena sekä saatujen osinkotulojen summana. Toisin sanoen kuinka paljon osakkeen arvo on kohonnut sijoitusperiodin aikana ja siihen lisättynä osinkotuotot. Alla olevalla laskukaavalla voi laskea osakkeen tuoton. (Knüpfer & Puttonen 2012, 130.)

Osakkeen myyntihinta – osakkeen ostohinta + osinkotuotot

Osakkeen ostohinta

Osinkojen tuotto lasketaan yksinkertaisemmin. Pörssiyritykset julkistavat usein osinkotuotot X osinkoa osaketta kohti euroissa. Sijoittajaa kiinnostaa kuitenkin usein enemmän kuinka paljon tuottoa he saavat sijoittamalleen pääomalle. Sen takia osakkeen hinnan voikin laskea alla olevalla kaavalla. Alla olevassa kaavassa osinkotuotto prosentti on laskettu sen mukaan, kuinka paljon osinkotuotto on, jos osakkeista maksaa sen päivän hinnan. (Pörssisäätiö 2015 a, 7.)

$$\frac{\text{Osinko tuotto euroina}}{\text{Osakkeen sen päivän hinta}} = \text{esim. } \frac{1,50 \text{ €}}{35,00 \text{ €}} * 100 = 4,29 \%$$

Kun halutaan mitata yrityksen kasvua ja takaisinmaksukykyä, on P/E-luku (Price/Earnings ratio) käytännöllinen. P/E-luku saadaan jakamalla yrityksen oman pääoman markkina-arvo nettotuloksella. Toisin sanoen P/E-luku on siis yhtiön osakkeen pörssikurssi jaettuna osakekohtaisella tuloksella. P/E lukua voidaan käyttää laskettaessa kuinka kauan menee ennen kuin yhtiön voittojen määrä vastaa sen pääoman markkina-arvoa. P/e-luku siis on eräänlainen takaisinmaksuajan tunnusluku. Esimerkiksi jos osakkeen pörssi kurssi on 15 euroa ja tulos osaketta kohti on yhden euron, niin takaisinmaksuaika eli P/E-luku on 15. P/E-lukua käytetään kuitenkin usein väärin ja siitä vedetään liian pitkiä johtopäätöksi. P/E-luku ei ota huomioon yrityksen tuloksen kasvua eikä riskiä. P/E-luku voi myös olla tilapäinen, johtuen erilaisista nousu- ja laskusuhdanteista. Loppujen lopuksi P/E- luku on kuitenkin kelpo mittari, kunhan vain muistaa käyttää sitä oikein ja ymmärtää mitä se oikeasti tarkoittaa. (Pörssisäätiö 2015 a, 15-16.)

2.3 Sijoittamisen kustannukset

Arvopaperikaupankäynnistä ja –säilytyksestä syntyy aina kuluja, joista sijoittaja joutuu maksamaan. Yleisimmät kustannukset ovat osto- ja myyntikulut, säilytyskulut, hallinnointipalkkiot ja merkintäpalkkiot. Suorassa osakesijoittamisessa kulut muodostuvat osto- ja myyntikuluista sekä säilytyskustannuksista. Erilaisissa rahastoissa suurimman kuluerän muodostavat hallinnointipalkkiot, jotka voivat syödä paljonkin sijoituksen tuottoja. Rahas-

tosijoittamisessa joutuu maksamaan myös osto- ja myyntikuluja. Sijoittajalla on myös mahdollista hankkia varainhoitopalveluita, joita tarjoavat pankit, pankkiiriliikkeet ja yksityiset omaisuudenhoidoyritykset. Varainhoitopalveluissa sijoittajaa avustetaan jokaisessa sijoitusprosessin vaiheessa ja annetaan neuvoja asiakkaalle eri sijoituskohteista. Varainhoitopalveluiden hinnat eroavat huomattavasti palveluntarjoajien kesken. (Kallunki, Martinkainen & Niemelä 2011, 255–261.)

Suorassa osakesijoittamisessa kuluja ovat siis osto- ja myyntikulut sekä säilytyskustannukset. Taulukossa 1 on eri palveluntarjoajien sivuilta kerättyjä kotimaisesta kaupankäynnistä ja säilytyksestä syntyviä kuluja. Palveluntarjoajien kuluissa ei ole suuria eroja ja kustannuksiin vaikuttaa huomattavasti kaupankäynnin volyymi ja onko esimerkiksi etuasiakas vai normaali sijoittaja. Taulukon 1 hinnat ovat palveluntarjoajien alimman tason hintoja ja tason noustessa myös kulut laskevat.

	KAUPANKÄYNTIKUSTANNUKSET	SÄILYTYSKUSTANNUKSET
DANSKE BANK	0,25 % min 8€	6,50€/kk
NORDEA	0,20 % min 8€	1,95–2,95€/kk
NORDNET	0,20 % min 9€	-
OSUUSPANKKI	0,20 % min 8€	2,60€/kk

Taulukko 1. Suoran osakesijoittamisen kustannuksia kotimaisessa kaupankäynnissä.

2.4 Sijoittamisen riskit ja kertoimet

Sijoittamiseen liittyy riski pääoman menettämisestä joko osittain tai kokonaan. Sijoittamisessa pitää muistaa, että riskin ja tuotto-odotusten välillä on selvä yhteys. Kun halutaan suurempia tuottoja, niin riskitkin eli epävarmuudet ovat suurempia. Osakesijoittamisessa keskeisimpiä riskejä ovat markkina- ja yritysriskit. Markkinariskillä tarkoitetaan inflaation, korkotason, suhdannetilanteen, valuuttojen ja raaka-aineiden hintamuutoksien, sijoittajien mielialojen, viranomaisten toimenpiteiden ja verokohtelun vaikutusta osakkeen arvoon. Markkinariskiä kutsutaan systemaattiseksi riskiksi ja yritysriskiä epäsystemaattiseksi riskiksi. Yritysriskillä tarkoitetaan tiettyyn yritykseen kohdistuvia riskejä. Sijoittaja voi pahimmassa tapauksessa menettää kaiken sijoittamansa pääoman, jos yritys menee konkurssiin. Yritysriskiä vastaan voi suojautua hajauttamalla, toisin kuin markkinariskiä vastaan, koska markkinariski on aina olemassa. Hajauttamalla sijoituksensa moneen yritykseen eri toimialoilla ja maantieteellisesti eri alueille, saa yritysriskiä pienennettyä tai se häviää jopa kokonaan. Kaikkeen ei kuitenkaan voi varautua, sillä osakkeiden arvoon voivat vaikuttaa

täysin odottamattomat tekijät kuten sodat, luonnonkatastrofit tai muut odottamattomat asiat. (Lindström & Lindström 2014, 52–53; Saario 2012, 82.)

Sijoituksen kokonaisriskiä voidaan mitata volatiliteetilla, jolla tarkoitetaan tuottojen keskihajontaa. Volatiliteetti mittaa tuottojen hajontaa odotusarvonsa ympärillä historiallisen kurssikehityksen perusteella. Jos tuotot hajoavat paljon keskiarvostaan, niin sitä suurempi volatiliteetti on ja sitä suuremmaksi sijoituksen riskiä voidaan sanoa, mutta myös tuotto-odotukset ovat tällöin korkeammat. Volatiliteetti lasketaan tuoton varianssin avulla, jossa lasketaan päivätuottojen keskihajonta ja muunnetaan vuositasolle kertomalla vuodessa olevien kaupantekopäivien neliöjuurella. (Knüpfer & Puttonen 2012, 132.)

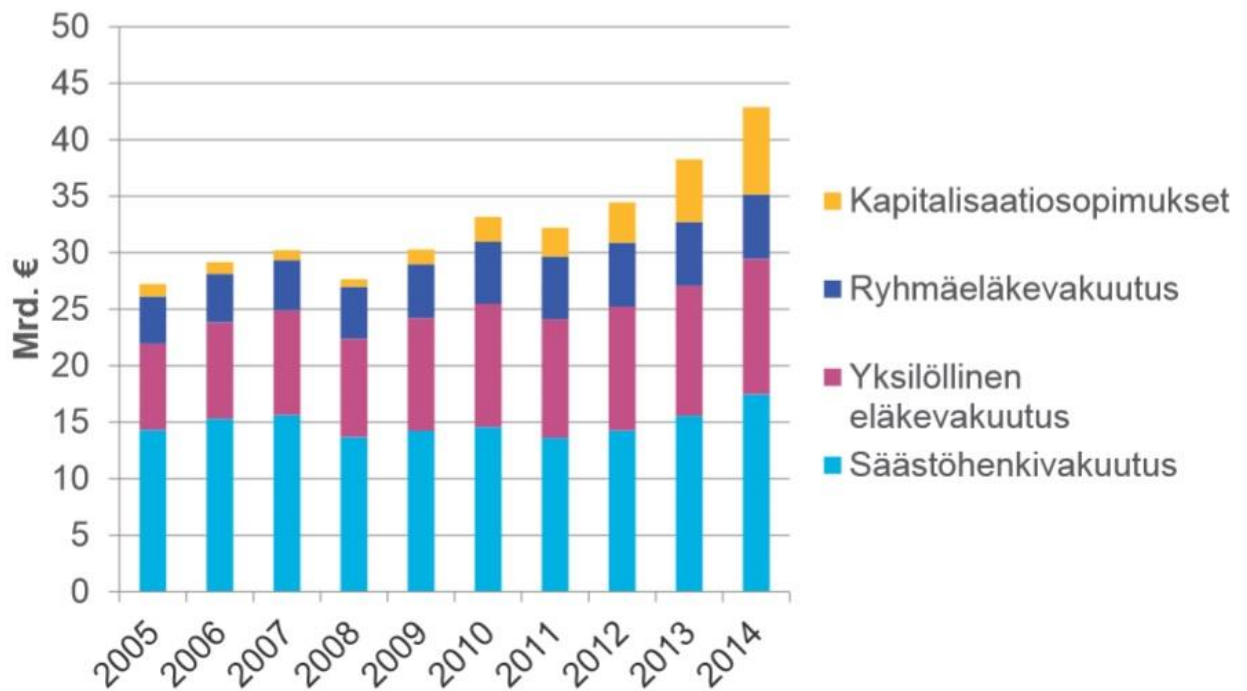
Beta-kertoimen avulla voidaan verrata osakkeen arvon muutosherkkyyttä pörssi-indeksiin. Indeksien beta-kerroin on 1, ja jos osakkeen beta on yli 1, niin silloin osakkeen arvo on muuttunut keskimäärin voimakkaammin kuin kurssit keskimääräisesti lähihistoriassa. Kun taas silloin, kun beta on alle 1, niin osakkeen arvon odotetaan muuttuvan vähemmän kuin kurssit keskimäärin. Beta-kerroin kuvaa siis osakkeen muutosalttiuden riskiä, joten beta-kertoimen avulla osakesalkun riskiä voidaan pienentää tai suurentaa. Nousevien pörssikurssien aikana korkean betan omaavat osakkeet voivat tuottaa enemmän. Monet pörssi-uutisia välittävät tahot julkaisivat listattujen yritysten beta-kertoimia. Beta-kertoimessa keskeisimmät ongelmat ovat yleisindeksin valinta sekä niin sanottu autokorrelaatio. Yleisindeksin valinnassa Suomen osakemarkkinoilla ilmenee ongelmia siinä, että yleisindeksi ei välttämättä kuvaa markkinoiden tyypillistä sijoitusportfoliota. Autokorrelaatio taas tarkoittaa sitä, että osakkeen tuottosarjojen peräkkäiset havainnot riippuvat toisistaan eli ongelma voi muodostua liian vähästä kaupankäynnistä. (Kallunki, Martikainen & Niemelä, 78–79; Saario 2012, 92–93.)

3 Kapitalisaatiosopimus

Säästö- ja sijoitusvakuutukset ovat lähtökohtaisesti pitkäaikaiseen sijoittamiseen ja säästämiseen tarkoitettuja tuotteita. Niiden tarkoitus on saavuttaa tuottoa ja kerryttää pitkällä aikavälillä säästösummaa tai turvata säästöt kuolemantapauksen varalta. Vakuutus sopimukseen kuuluu erilaisia verotuksellisia etuja, riippuen vakuutuksen laadusta sekä vakuutuksen kohteesta. Yleinen ominaisuus säästö- ja sijoitusvakuutuksissa on että niistä maksetaan veroja vasta, kun tuottoja aletaan nostamaan. Säästö- ja sijoitusvakuutuksia ei välttämättä pysty katkaista ennen vakuutuksen erääntymispäivää, paitsi jos vakuutusehdoissa on niin sovittu tai maksamalla määrätty takaisinnostokulu. (FINE.) Suurimpia säästö- ja sijoitusvakuutuksia tarjoavia suomalaisia vakuutusyhtiöitä ovat Mandatum Life, Nordia Henkivakuutus Suomi Oy, OP-Henkivakuutus Oy ja LähiTapiola keskinäinen Henkivakuutusyhtiö.

Vakuutussidonnaiset säästö- ja sijoitustuotteet voidaan jakaa kahteen pääluokkaan, säästö- ja sijoitusvakuutuksiin sekä eläkevakuutuksiin. Osa säästämiseen ja sijoittamiseen tarkoitetuista tuotteista ovat sijoitussidonnaisia ja osa laskuperusteisia. Sijoitussidonnaisilla vakuutustuotteilla tarkoitetaan rahastoon verrattavissa olevaa tuotetta, joissa tuotto määrittäyty täysin siitä, miten vakuutuksiin liitettyjen sijoitusten arvo kehittyy. Laskuperusteiset vakuutustuotteet ovat pankkitalletusten tapaisia tuotteita, joissa sijoituksille maksetaan riskitöntä korkoa. Vakuutusyhtiöt maksavat laskuperustekorkoa, joka käytännössä riippuu sijoitustoiminnan tuottavuudesta. (Kallunki, Martikainen & Niemelä 2011, 124–125.)

Kuviosta 2. selviää, että sijoitussidonnaisten henkivakuutusten ja kapitalisaatiosopimusten suosio on jatkanut kasvamistaan. Vakuutussäästöjen rakenne on muuttunut huomattavasti lähivuosina. Perustekorkoiset vakuutukset olivat pitkään suosituimpia, mutta vuonna 2014 sijoitussidonnaisten vakuutusten määrä oli jo 63 % kaikista vakuutuksista. Sijoitussidonnaiset kapitalisaatiosopimuksetkin ovat suosituimpia kuin laskuperusteiset ja käytännössä kaikki uudet sopimukset ovat sijoitussidonnaisia. Kapitalisaatiosopimusten muutos verraten vuotta 2014 edelliseen vuoteen oli jopa 14.4 % ja määränä tämä oli lähes 30 000 sopimusta enemmän. Yleisesti vakuutussäästöjen määrä kasvoi jopa 12 % vuonna 2014. Vakuutustuotteiden kasvun taustalla voi olla väestön ikääntyminen ja näin kasvava tarve vakuutustuotteille. Vakuustuotteet nähdään nykyään enemmän sijoitustuotteena kuin tulevaisuuden turvaksi otettavana vakuutuksena. (Finanssialan Keskusliitto 2015, 7-9.)



Kuvio 2. Henkivakuutusten jakautuminen sijoituskohteisiin. (Finanssialan Keskusliitto 2015, 9).

3.1 Kapitalisaatiosopimuksen ominaisuudet

Kapitalisaatiosopimuksella tarkoitetaan vakuusyhtiön ja asiakkaan välistä sijoitus sopimusta. Kapitalisaatiosopimus on luokiteltu vakuutustuotteeksi, vaikka siinä ei vakuuta ketään, kuten muissa vakuutusyhtiön tarjoamissa tuotteissa. Tämän takia kapitalisaatiosopimus on määräaikainen, koska ei ole mitään tapahtumaa, joka katkaisisi sopimuksen. Vakuutustuotteisiin yleisesti liitetty kuolemanturvavakuus ei siis kuulu kapitalisaatiosopimukseen. Kuolemanturva tarkoittaa, että vakuutuksen pääoma on 35 000 euroon asti perintöverovapaata vakuutuksen edunsaajalle. Kapitalisaatiosopimus siis eroaa säästöhenkivakuutuksesta myös siinä, että kapitalisaatiosopimuksessa ei ole edunsaajaa, joten kapitalisaatiosopimuksessa on ainoastaan kaksi osapuolta. Kapitalisaatiosopimuksen ostanut asiakas ei omista sijoituskohdetta, vaan sen omistaa vakuutusyhtiö. (Finanssivalvonta 2012; Vero 2015.)

Kapitalisaatiosopimukset voidaan karkeasti jakaa sijoitussidonnaiseen- ja laskuperusteiseen sopimukseen tai näiden kahden yhdistelmään. Sijoitussidonnaisessa kapitalisaatiosopimuksessa asiakkaalla on vapaus valita sopimukseen liittyvät sijoituskohteet. Tällöin vakuutusyhtiö hankkii sijoituskohteita asiakkaan maksamilla maksuilla. Tyypillisiä sijoituskohteita ovat sijoitusrahasto-osuudet, rahastokorien osuudet, indeksilainat, talletukset ja osakkeet. Sijoitussidonnaisessa kapitalisaatiosopimuksessa vakuutusyhtiö on näiden sijoitusten omistaja. Asiakas voi kuitenkin vaihtaa sijoituskohteita sopimuksen voimassa olles-

sa. Sijoitussidonnaisessa kapitalisaatiosopimuksessa tuottoa maksetaan sen mukaan, kuinka sijoitusten arvo kehittyy. (Finanssivalvonta 2012.)

Toinen kapitalisaatiosopimuksen muoto on laskuperusteinen sopimus. Siinä Vakuutusyhtiö sijoittaa asiakkaiden maksuista kertyneet varat eri sijoituskohteisiin. Laskuperusteisen kapitalisaatiosopimuksen tuotto muodostuu laskuperustekorosta ja asiakashyvityksestä. Laskuperustekorko on joko kiinteä korko tai johonkin tiettyyn korkotekijään sidottu korko. Kiinteäkorko voi olla mikä vaan vakuutusyhtiön kanssa sovittu kiinteä korko (esim. 1 %), mutta korko voi myös olla 0 %. Korkona voidaan myös käyttää esimerkiksi EURIBORIin sidottua korkoa (EURIBOR 360 6kk). Tosin tällä hetkellä EURIBOR-korot ovat miinuksella, joten se ei ole asiakkaalle houkutteleva korkoperuste. Vakuutusyhtiöiden ei ole pakko myöntää asiakashyvityksiä, vaan niiden myöntämiseen vaikuttaa vakuutusyhtiön sijoitustoiminnasta tekemä tuotto. (Finanssivalvonta 2012.)

3.2 Kapitalisaatiosopimuksen kustannukset

Kapitalisaatiosopimusten kustannukset määräytyvät vakuutusyhtiöiden perimistä ylläpitoon liittyvistä kuluista ja palkkioista. Vakuutusyhtiö perii maksu- ja kuormituspalkkioita, hoitopalkkioita, varainhoitokuluja ja toimenpidepalkkioita kuten takaisinnostokuluja. Kustannuksia voi myös syntyä erilaisten sijoituskohteiden mukaan. Sijoitusrahastoista ja ns. sijoituskoreista peritään omat kulunsa, joita ovat korien hoitopalkkiot ja esimerkiksi rahastojen palkkiot. Sijoituskorien ja rahastojen hoitamisesta syntyneet kulut voivat jopa olla suurempia kuin vakuutusyhtiön toiminnastaan perimät liikekulut ja hoitopalkkiot. Jos sopimukseen haluaa liittää varainhoitopalveluita, niin myös niistä peritään erillisiä kuluja. (Finanssivalvonta 2014.)

Kapitalisaatiosopimukseen sijoittaessa kannattaa muistaa myös verotuksen lisäksi, että kulut ja palkkiot peritään, vaikka sopimuksesta ei olisi syntynyt edes mitään tuottoa. Silloin kulut peritään säästöistä. Olisi myös hyvä huomioida mistä eristä kulut peritään. Yleensä kuluja peritään prosentuaalisena osana maksetuista maksuista, esimerkiksi merkintämaksu, joka voi olla 1 % sijoitettavasta summasta ja hoitokulut prosentuaalisesti vuosittain, esimerkiksi sijoituskorin vuosittainen hoitokulu 0,5 %. Kapitalisaatiosopimuksen nettotuottoa ja kokonaiskuluja arvioitaessa pitäisi siis huomioida myös sijoituskohteista riippuva kulurasitus. (Finanssivalvonta 2014.)

3.3 Kapitalisaatiosopimuksen riskit

Sijoitussidonnaisissa kapitalisaatiosopimuksissa riskin kantaa asiakas, koska sopimuksessa tuotot on sidottu kohteiden arvon kehitykseen. Toisin sanoen asiakas kantaa samat

riskit kuin olisi sijoittanut niihin sijoituskohteisiin suoraan, joihin sopimus on sidottu. Sijoitussidonnaista kapitalisaatiosopimusta koskevat samat riskit kuin muutenkin osakesijoittamisessa. Silloin on vaara, että asiakas menettää osittain tai jopa kokonaan sijoittamansa pääoman. Hajauttamalla pystytään pienentämään yritysriskiä, mutta silloin on vielä olemassa markkinariskiä. Laskuperusteisessa kapitalisaatiosopimuksessa riskiä ei ole, koska vakuutusyhtiö sijoittaa asiakkaan sijoittamat pääomat ja näin ollen kantaa kaiken vastuun. Laskuperusteisessa kapitalisaatiosopimuksessa onkin pienempi tuotto-odotus kuin sijoitussidonnaisessa. (Finanssivalvonta 2011.)

Kapitalisaatiosopimukset eivät kuulu talletussuojan piiriin, joten niissä on myös liikkeellelaskijanriski. Jos vakuutusyhtiö joutuisi selvitystilaan, niin asiakkaalla olisi riski menettää säästönsä. Suomessa vakuutusyhtiöiden konkurssit ovat kuitenkin harvinaisia, koska varallisuutta on säädelty tarkkaan. Finanssivalvonta tarkkailee vakuutusyhtiöiden vakavaraisuutta, jotta se on riittävällä tasolla. Vakuutustuotteiden kohdalla kannattaa ottaa huomioon pitkä säästöaika. Säästöajan aikana vakuutustuotteisiin, niiden kohteisiin ja verotukseen saattaa tulla muutoksia, jotka voivat vaikuttaa säästöjen tuottoihin. (Finanssivalvonta 2011.)

4 Verotus

Verosuunnittelulla on suuri merkitys sijoituspäätöstä tehdessä. Sijoituksista joutuu maksamaan veroa, niin kuin muustakin tulosta. Verotus voidaan karkeasti jakaa pääomatuloveroon, jota maksetaan esimerkiksi sijoituksista ja ansiotuloveroon, jota maksetaan normaalista työnteosta. Ansiotulo ja pääomatulot lasketaan erikseen ja verot maksetaan kummankin tulolajin kohdalla erikseen. Yksityishenkilöitä ja yrityksiä sekä yhteisöjä verotetaan eritavalla, joten tässä työssä keskitytään vain yksityishenkilön pääomatuloverotukseen. (Pörssisäätiö 2015 b, 4-6.)

4.1 Pääomatuloverotus

Pääomatuloiksi lasketaan myynti- eli luovutusvoitot, vuokrat, osingot pörssiyhtiöistä, säästöhenkivakuutusten ja sijoitusrahastojen tuotot, eräät korot ja osa yritys- ja maataloustulosta sekä puunmyyntitulo. Myös vapaaehtoisista eläkkeistä ja PS-säästämistä verotetaan pääomatuloina, kun ne nostetaan. Pääomatuloksi voidaan siis laskea melkein kaikki tulot, jotka syntyvät jostain yksityishenkilön omaisuudesta tai omistuksesta. (Pörssisäätiö 2015 b, 4.)

Pääomatulovero on vuodesta 2015 asti ollut 30 %, jos pääomatulot ovat enintään 30 000 euroa. Kaikesta yli 30 000 euron ylimenevästä pääomastatulosta maksetaan 33 % veroa. Pääomatuloverotus on koko ajan tiukentunut yksityishenkilön näkökulmasta. Vuonna 2014 korotetun pääomatuloveroprosentin raja oli 40 000 euroa ja vuonna 2013 50 000 euroa, kun nykyään se on 30 000 euroa. Myös korotettu pääomatuloveroprosentti (32 %) oli alhaisempi sekä vuoden 2014 alusta osinkotulojen veronalainen osuus nousi 70 %:sta 85 %:iin. (Pörssisäätiö 2015 b, 4.)

4.2 Luovutus- eli myyntivoitot

Luovutus- eli myyntivoitosta maksettava vero on yksi keskeisimmistä tekijöistä osakesijoittamisessa. Myyntivoitolla tarkoitetaan tuloja, jotka syntyvät, kun omaisuuden myyntihinta on korkeampi kuin hankintahinta. Jokaisen myyntitapahtuman voitto lasketaan erikseen ja myyntivoitosta maksetaan veroja kuten muistakin pääomatuloista. Myyntihinnasta pystyy vähentämään voiton hankkimisesta aiheutuneet kulut, kuten myyntikulut ja välityspalkkiot. Osakkeiden myynnissä käytetään ns. FIFO-periaatetta (First in – First Out). Jos henkilö on ostanut saman yhtiön osakkeita eri aikaan samalle arvo-osuustilille, niin myyntijärjestys on aina sama järjestys kuin missä ne ovat ostettukin. Toisin sanoen ensiksi ostetut osakkeet myydään ensimmäisenä. (Pörssisäätiö 2015 b, 23; Vero 2014 a.)

Hankintameno-olettamaa voidaan käyttää todellisen hankintamenon sijaan. Hankintameno-olettamassa verotus perustuu omaisuuden omistusaikaan. Jos omaisuuden on omistanut yli 10 vuotta, niin hankintameno-olettama on 40 %, ja, jos alle 10 vuotta, niin hankintameno-olettaman on 20 % myyntihinnasta. Hankintameno-olettamaa käyttämällä mahdollisia ostamisesta tai myymisestä syntyneitä kuluja ei pysty vähentämään myyntihinnasta. Hankintameno-olettamaa kannattaa käyttää, jos maksettava vero-osuus on pienempi kuin todellisessa hankintamenossa. (Pörssisäätiö 2015 b, 23–24.)

Myyntihinta	100 000€
Hankintameno-olettama 40 %	$100\,000\text{€} \cdot 0,4 = 40\,000\text{€}$
Veronalainen tulo	$100\,000\text{€} - 40\,000\text{€} = 60\,000\text{€}$
Pääomatulovero	18 900€
Todellinen hankintameno sekä myynti- ja ostokulut	$30\,000\text{€} + 400\text{€} + 200\text{€} = 30\,600\text{€}$
Veronalaista pääomatuloa	$100\,000\text{€} - 30\,600\text{€} = 69\,400\text{€}$
Pääomatulovero	22 002€

Taulukko 2. Hankintameno-olettaman ja todellisen hankintamenon vertailu, kun omistusaika on ollut yli 10 vuotta.

Taulukosta 2 näkee, että joissain tapauksissa hankintameno-olettamaa käyttämällä, pystyy saamaan verotuksellisia etuja. Pääomatuloja maksetaan 30 000 euroon asti 30 % verolla ja ylimenevästä osasta 33 % verolla. Taulukon 2 tapauksessa oli kannattavampaa käyttää hankintameno-olettamaa, koska hankintameno-olettamalla maksetaan vähemmän veroja kuin todellisen hankintamenon kohdalla. Jos omistusaika olisi ollut alle 10 vuotta, niin hankintameno-olettama ei olisi ollut kannattavaa tässä tapauksessa (Maksettava pääomatulovero 25 500€).

4.3 Luovutus- eli myyntitappiot

Luovutus- eli myyntitappiot syntyvät omaisuuden myynnissä, kun myydyn omaisuuden hinta on alhaisempi kuin millä se on ostettu. Omaisuuden myynnistä seuranneita myyntitappioita pystyy vähentämään vain omaisuuden myynnissä syntyneistä myyntivoitoista. Myyntitappiot ilmoitetaan verotukseen niiden syntymisvuonna ja tappiot ovat mahdollista vähentää viiden seuraavan vuoden aikana, mutta vain myyntivoitoista. Syntyneet luovutustappiot vähennetään vanhemmuusjärjestyksessä sitä mukaan kun luovutusvoittoja syntyy. Eli vuonna 2010 syntynyt myyntitappio pystytään vähentämään vuosien 2010–2015 aikana. Myyntitappioita ei pysty siirtämään muille verovelvollisille. Esimerkiksi perilliset

eivät pysty vähentämään kuolinpesän myyntitappioita omista myyntivoitoistaan, vaan kuolinpesän myyntitappiot on mahdollista vähentää vain kuolinpesän myyntivoitoista. (Pörs-
sisäätiö 2015 b, 25;Vero 2013.)

Osakekaupassa on mahdollista, että yritetään kiertää veroja, esimerkiksi myymällä ja os-
tamalla sama määrä osakkeita. Jos on syntynyt huomattava määrä luovutusvoittoja, niin
myymällä tappiollisia osakkeita syntyy myyntitappioita, jotka on mahdollista vähentää luo-
vutusvoitoista. Tämän vuoksi oikeuskäytännössä on linjattu ehtoja, jotka täyttyessä edes-
takainen osakekauppaa voidaan pitää veronkiertona:

Tappiolliseen myyntiin on ryhdytty tilanteessa, jossa verovelvolliselle on kertynyt tai kertymässä
luovutusvoittoja, joista hän joutuisi maksamaan veroa kyseiseltä verovuodelta.

Verovelvollinen on ostanut myyntipäivänä saman määrän samanlaisia osakkeita samaan tai lähes
samaa hintaan kuin myyntihinta ja verovelvollinen ei pysty esittämään verotuksesta riippumaton-
ta syytä osakkeiden myyntiin ja takaisinostoon. (Vero 2013.)

4.4 Osinkotulojen verotus

Osingoistakin maksetaan pääomatuloveroa, mutta osa siitä on verovapaata. Listatut yhtiöt
jakavat vuosittain osinkotuloja osakkeenomistajille. Vuodesta 2014 alkaen listatun yhtiön
maksamista osingoista yksityishenkilölle ja kuolinpesille 85 % on veronalaista pääomatu-
loa ja 15 % verovapaata tuloa. Ennen vuotta 2014 osinkotuloista vain 70 % oli veronalais-
ta tuloa ja 30 % verovapaata tuloa. Käytännössä listattu yhtiö pidättää yksityishenkilöille ja
kuolinpesille maksettavasta osingoista 25,5 % ($85 \% \cdot 30 \%$) ennakonpidätyksen. Jos
osakkeenomistajan maksettavat verot ovat korkeammat, maksetaan ylimenevä osa vasta
lopullisessa verotuksessa. (Vero 2014 b.)

Osinkotulot	1 500€
Veronalaista pääomatuloa	$1\,500\text{€} \cdot 0,85 = 1\,275\text{€}$
Maksettava pääomatulo 30 %	$1\,275\text{€} \cdot 0,3 = \mathbf{382,50\text{€}}$

Taulukko 3. Osinkotulojen verotus.

4.5 Kapitalisaatiosopimuksen verotus

Eläke- ja sijoitusvakuutus tuotteiden verotus eroaa hieman muista sijoitusten verotuksesta.
Vakuutus sijoituksista maksetaan veroja vasta vakuutussopimuksen loppumishetkellä.
Kapitalisaatiosopimuksesta maksetaan veroja vasta, kun kapitalisaatiosopimus päättyy ja
tuotot nostetaan. Kapitalisaatiosopimuksen sisällä pystyy vaihtamaan sijoituskohdetta

ilman, että siitä tarvitsisi maksaa luovutusvoitosta veroa. Myös osingot pystytään sijoittamaan uudelleen osakkeisiin ilman, että niistä tarvitsisi maksaa luovutusvoitosta veroja. Kapitalisaatiosopimuksessa ei ole kuolemanvaraturvaa eli ei ole ketään edunsaajaa, niin kuin muissa vakuutus tuotteissa yleensä on. Säästö- ja sijoitusvakuutuksissa on usein kuolemanvaralta suoja, että vasta 35 000 euron ylittävästä osasta joutuu maksamaan perintöveroa. Kapitalisaatiosopimus siis siirtyy kuolemantapauksessa kokonaisuudessaan kuolinpesälle, joten se on kokonaisuudessaan perintöveron alaista tuloa. Kapitalisaatiosopimusten, kuten kaikkien muuhunkin verotukseen, voi mahdollisesti tulla tulevaisuudessa muutoksia, jotka kannattaa ottaa myös huomioon sijoituspäätöstä tehdessä. (Pörssisäätiö 2015 b, 14–18; Vero 2015.)

5 Tutkimus

Tutkimuksen empiirisessä osiossa käytettiin kvantitatiivista eli määrällistä tutkimusmenetelmää. Tutkimus sijoittuu aikavälille 30.12.2011–30.12.2015. Tutkimuksessa on kaksi kuvitteellista tilannetta, jossa yksityissijoittaja sijoittaa saman määrän pääomaa suoraan osakkeisiin sekä välillisesti osakkeisiin kapitalisaatiosopimuksen sisällä. Tutkimuksessa vertaillaan miten kapitalisaatiosopimuksen tuotot eroavat suorasta osakesijoittamisesta. Tutkimuksessa sijoitetaan neljän listatun osakeyhtiön osakkeisiin, niin että jokaista osaketta ostetaan aluksi samalla summalla eli 20 000 eurolla. Tutkimuksessa osinkotulot sijoitetaan samoihin osakkeisiin uudelleen sekä kolmen vuoden jälkeen vaihdetaan kahta sijoituskohdetta. Sijoituskohteiden vaihdon yhteydessä kahden yhtiön osakkeet myydään ja myynnistä saatava rahasumma jaetaan puoliksi kahden uuden yhtiön osakkeiden kesken.

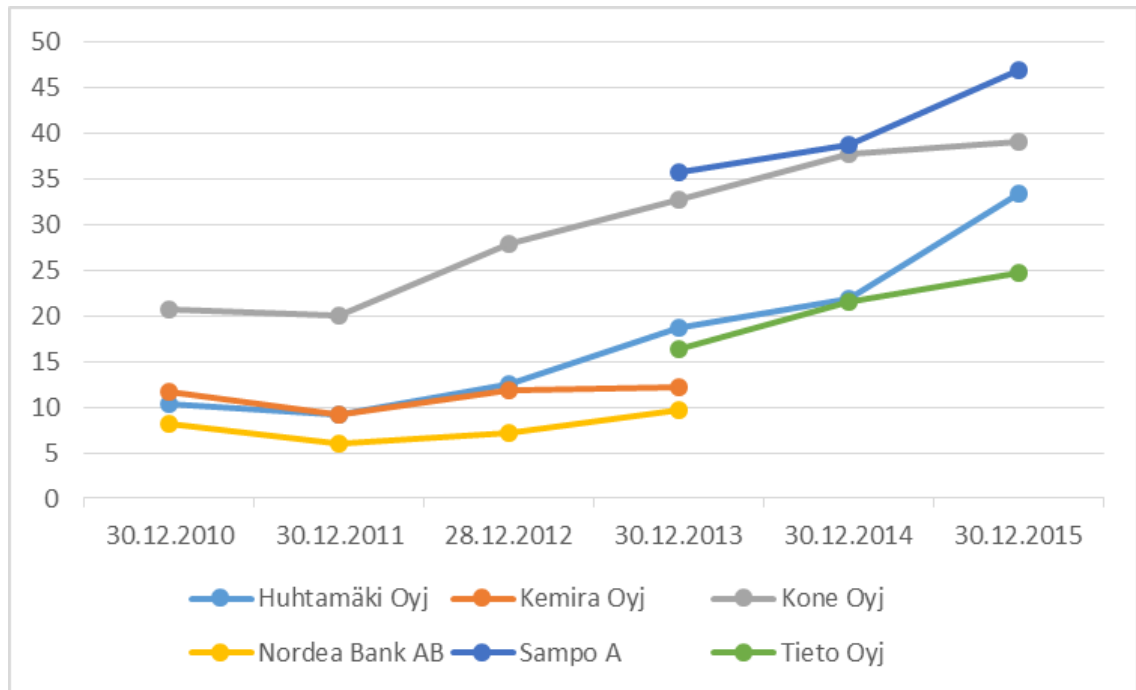
Tutkimuksessa ei ole käytetty mitään sijoitusstrategiaa, koska tutkimuksessa keskitytään vain selvittämään, onko kapitalisaatiosopimuksen ja suoran osakesijoittamisen tuotoissa eroja. Strategioiden käyttö ei siis ole keskeistä tässä työssä. Valittujen osakkeiden valintaan ei siis ole käytetty mitään strategiaa eikä valintojen pohjalla ole mitään muita taustavaikuttajia kuin tutkimuksen tekijän omat päätökset. Osakkeet on valittu Nasdaq OMX Helsingin listalta.

5.1 Tutkimusaineisto

Tutkimuksessa tilastollista aineistoa on kerätty Nasdaqin verkkosivuilta ja Kauppalehden pörssisivuilta. Tutkimukseen osakkeet on valittu Nasdaq OMX Helsinki listalta ja osakkeiden historialliset kurssikehitykset on otettu suoraan Nasdaqin verkkosivuilta. Kauppalehdestä on kerätty tietoa yritysten osinkotulojen vuosittaisesta jakautumisesta eli milloin ja kuinka paljon yritykset ovat jakaneet osinkoja. Tarvittavat verotiedot on kerätty suoraan verottajan sivuilta. Sijoittamisen kuluja on kerätty eri palveluntarjoajien sivuilta käyttäen keskimääräisiä hintoja Tutkimusaineiston keräämiseen ja analysointiin on käytetty Excel-
taulukkolaskentaohjelmaa.

Tutkimuksessa kaikkien osakkeiden arvot kasvoivat viiden vuoden periodin aikana eli tuottivat voittoa. Kuviossa 3 on kuvattu osakkeiden arvonkehitystä. Tutkimuksen alkupuolella osakemarkkinat olivat toipumassa laskusuhdanteesta, mikä selittää kaikkien osakekursien arvon heikentymisen ensimmäisen vuoden aikana. Vuodesta 2012 eteenpäin kaikkien tutkimuksessa olleiden osakkeiden arvot nousivat, osan jopa huomasti.

Kuvio 3. Tutkimuksen osakkeiden arvon kehitykset 30.12.2010–30.12.2015.



Huhtamäki Oyj on suomalainen kuluttajapakkauksia valmistava yritys, joka on perustettu vuonna 1920. Yhtiön liikevaihto oli vuonna 2014 2,2 miljardia euroa ja henkilökuntaa oli 13 800. Yhtiön osakkeen kurssikehitys oli tutkimuksen sijoitusperiodilla positiivinen paitsi vuonna 2011. Huhtamäen osakkeen vuosittainen tuotto oli parhaiten tuottoa tuottanut osake. Sen osinkotuotto kuitenkin laski joka vuosi.

<i>Huhtamäki Oyj</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Osakkeen arvo vuoden lopussa</i>	10,35	9,16	12,58	18,65	21,84	33,5
<i>Osakkeen arvon muutos</i>		-11,5 %	37,3 %	48,3 %	17,1 %	53,4 %
<i>Osinkotuotto</i>		4,50 %	4 %	3,80 %	2,90 %	1,90 %

Taulukko 4. Huhtamäen osakkeen arvo ja kehitys sekä osinkotuotto.

Kemira Oyj on suomalainen teollisuuskemikaaleja valmistava yritys, joka on perustettu vuonna 1920. Kemira valmistaa paperi- ja selluteollisuuden, vedenpuhdistuksen ja öljy- ja kaivosteollisuuden tarvitsemia kemikaaleja. Kemiran liikevaihto oli vuonna 2014 2,1 miljardia euroa ja henkilökuntaa oli noin 2400. Kemiran osakkeen kurssikehitys oli positiivinen kaikkina vuosina paitsi ensimmäisenä. Kemira oli tutkimuksen yksi vahvimmista osinkojen maksajista, yli 4 % prosentin osinkotuotolla joka vuosi.

<i>Kemira Oyj</i>	2010	2011	2012	2013
<i>Osakkeen arvo vuoden lopussa</i>	11,7	9,18	11,81	12,16
<i>Osakkeen arvon muutos</i>		-21,5 %	28,6 %	3,0 %
<i>Osinkotuotto</i>		4,30 %	5 %	4,70 %

Taulukko 5. Kemiran osakkeen arvo ja kehitys sekä osinkotuotto.

Kone Oyj on suomalainen hissejä ja liukuportaita valmistava yritys, joka on perustettu jo vuonna 1905. Kone on yksi maailman johtavista yrityksistä alallaan. Koneen liikevaihto oli vuonna 2014 7,3 miljardia euroa ja henkilökuntaa oli noin 47 000. Koneen osakkeen kurssikehitys oli positiivinen kaikki muina vuosina paitsi ensimmäisenä. Vuosina 2012 ja 2013 Kone maksoi osinko kahteen kertaan. Koneen osakkeen arvo kehittyi hyvin tasaisesti ja ensimmäisenä vuonnakin osakkeen arvo laski vain 3,6 %.

<i>Kone Oyj</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Osakkeen arvo vuoden lopussa</i>	20,8	20,05	27,9	32,8	37,82	39,17
<i>Osakkeen arvon muutos</i>		-3,6 %	39,2 %	17,6 %	15,3 %	3,6 %
<i>Osinkotuotto</i>		2,30 %	5,90 %	4,70 %	3,20 %	2,90 %

Taulukko 6. Koneen osakkeen arvo ja kehitys sekä osinkotuotto.

Nordea on pohjoismaalainen finanssipalvelukonserni. Nordea perustettiin vuonna 1997 yhdistämällä suomalainen Merita Pankki ja Nordbanken. Nimeä Nordea alettiin käyttämään vasta vuonna 2001. Nordea konsernilla on noin 11 miljoonaa asiakasta ja Suomessa noin 2,3 miljoonaa. Nordean osakkeen kurssikehitys oli positiivinen kaikkina muina vuosina paitsi ensimmäisenä.

<i>Nordea Bank AB</i>	2010	2011	2012	2013
<i>Osakkeen arvo vuoden lopussa</i>	8,16	5,98	7,24	9,71
<i>Osakkeen arvon muutos</i>		-26,7 %	21,1 %	34,1 %
<i>Osinkotuotto</i>		3,70 %	3,60 %	3,70 %

Taulukko 7. Nordean osakkeen arvo ja kehitys sekä osinkotuotto

Sampo konserniin kuuluvat emoyhtiö Sampo Oyj, vakuutusyhtiö If ja henkivakuutusosakeyhtiö Mandatum Life. Sampo on ollut pörssiyhtiö vuodesta 1988. Sammolla on kaksi

osakesarjaa, A- ja B-sarja, mutta vain A-sarjan osakkeet on listattu Helsingin pörssiin. Sammon osakkeen kurssikehitys oli positiivinen sijoitusperiodin aikana.

<i>Sampo A</i>	2013	2014	2015
<i>Osakkeen arvo vuoden lopussa</i>	35,72	38,82	47
<i>Osakkeen arvon muutos</i>		8,68 %	21,07 %
<i>Osinkotuotto</i>		4,10 %	5 %

Taulukko 8. Sammon osakkeen arvo ja kehitys sekä osinkotuotto.

Tieto on tietotekniikkaan ja tuotekehityspalveluihin erikoistunut yhtiö, joka on perustettu vuonna 1968. Tiedon liikevaihto oli vuonna 2014 noin 1,5 miljardia euroa ja henkilökuntaa oli noin 13 700. Tiedon osakkeen kurssikehitys oli positiivinen sijoitusperiodin aikana. Tieto maksoi parhaiten osinko, jos katsotaan osinkotuottoja vuosittaisella keskiarvolla. Tosin Tiedon osakkeita vertaillaan vain kahden vuoden ajanjaksolta.

<i>Tieto Oyj</i>	2013	2014	2015
<i>Osakkeen arvo vuoden lopussa</i>	16,44	21,51	24,72
<i>Osakkeen arvon muutos</i>		31 %	15 %
<i>Osinkotuotto</i>		4,80 %	5,60 %

Taulukko 9. Tiedon osakkeen arvo ja kehitys sekä osinkotuotto.

6 Tutkimustulokset

Tutkimuksen pääasiallinen tutkimusongelma on selvittää suoran osakesijoittamisen ja kapitalisaatiosopimuksen välisiä tuottoeroja kannattavuuden näkökulmasta. Tutkimuksessa on käytetty osakkeiden kurssihistoriaa ja maksettavia osinkoja laskettaessa osakkeille tuottoja. Sijoitusperiodi oli viiden vuoden mittainen ja sijoittui aikajaksolle 30.12.2010–30.12.2015. Tuottoja vertaillaan suoran osakesijoittamisen ja kapitalisaatiosopimuksen välillä. Tutkimuksessa kolmen vuoden jälkeen myytiin Kemira Oyj:n ja Nordea Bank AB:n osakkeet ja tilalle ostettiin Sampo A:n ja Tieto Oyj:n osakkeita. Osakkeiden vaihdolla pyritään tutkimaan, onko osakkeiden vaihtamisella vaikutusta valittujen sijoituskohteiden tuottoihin.

Tutkimukseen on vaikuttanut osakemarkkinoilla vallinnut epätietoisuus ja huono markkina-tilanne, johon on vaikuttanut Yhdysvalloista vuonna 2008 liikkeelle lähtenyt rahoituskriisi, jonka seurauksena myös osakemarkkinat joutuivat kovaan syöksykierteeseen. Rahoituskriisi heijastuu tutkimuksenperiodin alkuun, jolloin osakkeiden hinnat heittelevät paljon ja tuottavat ensimmäisenä vuonna tappiota. Vuodesta 2012 eteenpäin osakemarkkinoiden vahva kasvu on siivittänyt tutkimuksen osakkeiden arvojen nousua.

Taulukkoon 10 on merkitty jokaisen tutkimuksessa olleen osakkeen vuosittainen arvonkehitys ja arvonkehityksen keskiarvo. Jokaisen osakkeen arvo laski ensimmäisenä vuonna, kuten taulukosta näkee. Vuodesta 2012 eteenpäin jokaisen osakkeen arvo nousi joka vuosi, osan hyvin paljonkin. 2012 vuoden tuotoille tyypillistä oli kova nousu markkinoiden elpymässä. Osakkeiden vuosittaisen arvonkehityksen keskiarvokin oli todella hyvä, muuttamassa osakkeessa jopa yli 20 % p.a. Huhtamäen osakkeen arvo kasvoi parhaiten sijoitusperiodin aikana, jopa melkein 29 % vuosittaisella kasvulla.

OSAKEKOHTAINEN TUOTTO	2011	2012	2013	2014	2015	KA %
HUHTAMÄKI OYJ	-11,50 %	37,34 %	48,25 %	17,10 %	53,39 %	28,92 %
KEMIRA OYJ	-21,54 %	28,65 %	2,96 %			3,36 %
KONE OYJ	-3,61 %	39,15 %	17,56 %	15,30 %	3,57 %	14,40 %
NORDEA BANK AB	-26,72 %	21,07 %	34,12 %			9,49 %
SAMPO A				8,68 %	21,07 %	14,88 %
TIETO OYJ				30,84 %	14,92 %	22,88 %

Taulukko 10. Osakkeiden vuosittainen arvonkehitys ilman osinkoja ja kuluja.

6.1 Tuotot ennen kuluja

Markkinoiden suuntauksien mukaan kaikkien osakkeiden kurssit kehittyivät hyvin samalla tapaa. Ensimmäisenä vuonna kaikkien osakkeiden kurssit laskivat ja siitä eteenpäin kurssikehitys oli positiivista. Osakkeiden tuotoissa oli kuitenkin suuriakin osakekohtaisia tuottoeroja, kuten osakemarkkinoille on tyypillistä, vaikka kurssien kehityssuunta oli kaikissa osakkeissa samansuuntainen.

Taulukkoon 11 ja 12 on kerätty jokaisen tutkimuksessa olleen osakkeen osinko oikaistut tuottoerot eroteltuna kapitalisaatiosopimuksen ja suoran osakesijoittamisen tuotot omiin taulukoihin. Osinko oikaistuissa tuotoissa otettiin huomioon vain osinkojen vaikutus tuottoihin. Osinko oikaistuissa tuotoissa ei oteta huomioon kuluja eikä kohteiden vaihdosta maksettavia pääomatuloveroja. Liitteessä 1 on osinko oikaistujen tuottojen laskukaava. Kapitalisaatiosopimuksessa osingot pystyttiin sijoittamaan osakkeisiin täysimääräisinä, kun taas suorassa osakesijoittamisessa osingoista joudutaan maksamaan pääomatuloveroa.

OSINKO OIKAISTU TUOTTO%	2011	2012	2013	2014	2015	KA
HUHTAMÄKI OYJ	-7,37 %	42,82 %	54,06 %	20,56 %	56,41 %	33,30 %
KEMIRA OYJ	-18,05 %	35,56 %	8,04 %			8,52 %
KONE OYJ	-1,39 %	47,60 %	23,36 %	19,12 %	6,67 %	19,07 %
NORDEA BANK AB	-23,90 %	25,48 %	39,27 %			13,62 %
SAMPO A				13,73 %	26,26 %	20,00 %
TIETO OYJ				37,49 %	21,55 %	29,52 %

Taulukko 11. Kapitalisaatiosopimuksen osakekohtainen osinko oikaistu tuotto.

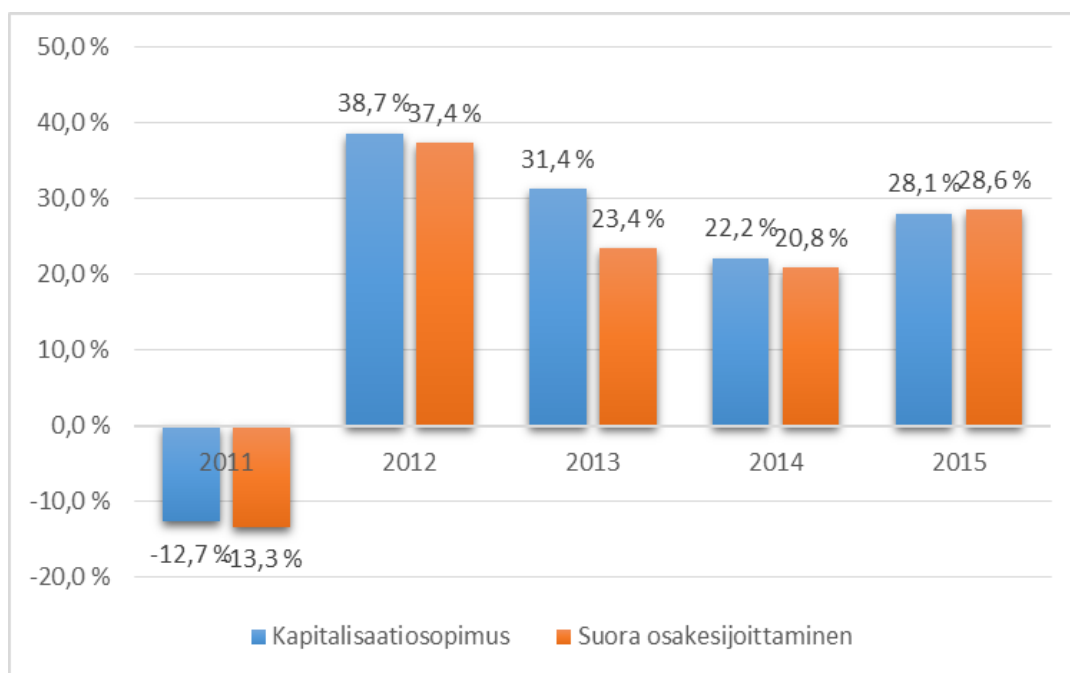
Osinko oikaistujen tuottojen taulukoista huomaa, että vuosittain kapitalisaatiosopimuksen ja suoran osakesijoittamisen välille muodostuu noin 1-2 % ero tuotoissa. Tämä johtuu suorassa osakesijoittamisessa maksettavista osinkotulojen pääomatuloverosta. Kun kapitalisaatiosopimuksessa osingot pystytään sijoittamaan osakkeisiin suoraan ilman veroja, niin suorassa osakesijoittamisessa joutuu osinkotuloista maksamaan pääomatuloveroa. Jos kapitalisaatiosopimuksessa ei olisi mitään vuosittaisia kuluja, niin kapitalisaatiosopimus olisi tämän perusteella kannattavampi sijoituskohde. Pitkällä aikavälillä 1-2 % vuosittainen tuottoero kasvattaisi kapitalisaatiosopimuksen tuotot hyvinkin paljon paremmiksi.

OSINKO OIKAISTU TUOTTO%	2011	2012	2013	2014	2015	KA
HUHTAMÄKI OYJ	-8,24 %	41,67 %	52,84 %	19,68 %	55,64 %	32,32 %
KEMIRA OYJ	-18,78 %	34,11 %	6,97 %			7,43 %
KONE OYJ	-1,85 %	45,91 %	22,13 %	18,14 %	5,88 %	18,04 %
NORDEA BANK AB	-24,49 %	24,55 %	38,19 %			12,75 %
SAMPO A				12,44 %	24,94 %	18,69 %
TIETO OYJ				35,79 %	19,86 %	27,83 %

Taulukko 12. Suoran osakesijoittamisen osakekohtainen osinko oikaistu tuotto.

Sijoituskohteen vaihdosta joudutaan suorassa osakesijoittamisessa maksamaan pääomatuloveroa, jos osakkeet tuottavat myyntivoittoa. Kapitalisaatiosopimuksessa kohteen vaihtamisesta ei tarvitse maksaa veroja. Kuviossa 4 on kuvattu sijoitussalkkujen arvon kehitystä, kun suorassa osakesijoittamisessa joudutaan maksamaan pääomatuloveroa osakkeiden vaihtamisesta syntyneen myyntivoiton takia. Kuviossa 4 ei ole vielä otettu huomioon sijoituskohteista maksettavia kustannuksia.

Kuvio 4. Kokonaistuotot ilman kuluja.



Suorassa osakesijoittamisessa sijoituskohteiden myyntivoitosta maksettava pääomatulovero syö osakesijoittamisen tuottoa vuonna 2013 huomasti. Maksettavat pääomatuloverot, myös laskevat hieman vuosien 2014 ja 2015 tuottoja, koska kapitalisaatiosopimuksessa osinkotuloja tulee vieläkin enemmän suuremman osake määrän perusteella. Jos sijoitusperiodin lopussa sijoituskohteita lunastettaessa ei otettaisi huomioon myyntivoitosta maksettavia pääomatuloveroja kapitalisaatiosopimuksessa salkun arvo olisi kasvanut 149% ja suorassa osakesijoittamisessa 129%. Kun myyntivoiton

pääomatulovero otetaan huomioon, niin salkkujen arvo olisi kapitalisaatiosopimuksessa ollut 103% ja suorassa osakesijoittamisessa 87%. Ilman kuluja kapitalisaatiosopimus olisi siis huomattavasti tuottavampi sijoituskohde kuin suora osakesijoittaminen.

6.2 Tuotot kulujen jälkeen

Kulut ovat suuressa roolissa sijoittamisessa. Erilaisten sijoituskohteiden tuottoja vertailtaessa tulisi aina huomioida, kuinka paljon kuluja eri sijoituskohteista joutuu maksamaan. Tässä työssä kuluiksi on valittu palveluntarjoajien sivuilta kerätyt keskimääräiset markkinoilla olevat kulut. Kapitalisaatiosopimuksessa kuluja ovat 1 % vuotuinen hoitokulu (0,5 % osakekorin ja 0,5 % salkun hoidosta), 1 % lunastuspalkkio, kun tuotot nostetaan ja 1 % maksupalkkio, joka maksetaan kun kapitalisaatiosopimukseen sijoitetaan pääomaa. Tässä työssä kapitalisaatiosopimuksen sisällä sijoituskohteiden vaihdosta ei synny kuluja. Kapitalisaatiosopimukseen ei myöskään ole valittu varainhoitopalveluja, joista tulisi ylimääräisiä kuluja. Suorassa osakesijoittamisessa kuluja ovat 0,2 % min 8€ osto- ja myyntikulut sekä 2€/kk säilytyspalkkio. Kuten kapitalisaatiosopimuksen kuluista nähdään, niin ne ovat paljon suuremmat kuin suorassa osakesijoittamisessa.

Edellisessä kappaleessa tarkasteltiin sijoituskohteiden tuottoja ennen kuluja ja huomattiin, että ilman kuluja kapitalisaatiosopimus on huomattavasti kannattavampi. Verohyöty tuo kapitalisaatiosopimuksen ja suoran osakesijoittamisen välille selvän eron, koska kapitalisaatiosopimuksessa verot maksetaan vasta tuottoja nostettaessa. Tässä kappaleessa selvitetään, kuinka kulut vaikuttavat tuottoihin, kun kapitalisaatiosopimuksesta maksetaan enemmän kuluja.

Taulukkoihin 13 ja 14 on laskettu molempien sijoituskohteiden osakekohtaiset tuotot, kun tuotoista on vähennetty kulut ja suorassa osakesijoittamisessa maksettu pääomatulovero sijoituskohteen vaihdon yhteydessä. Taulukoista huomataan, että niissä osakkeista, joita ei vaihdeta, niin osakkeet tuottavat paremmin suorassa osakesijoittamisessa kuin kapitalisaatiosopimuksessa. Tämä johtuu siitä, että kapitalisaatiosopimuksessa osinkojen veroton uudelleensijoittaminen ei ole tarpeeksi tehokas, jotta se kattaisi kapitalisaatiosopimuksen kulut. Osinkojen uudelleen sijoittaminen verottomasti ei siis yksin ole riittävä, jotta tuotot olisivat paremmat kuin suorassa osakesijoittamisessa. Kun taas tarkastellaan muiden kuin Huhtamäen ja Koneen osakkeita, niin huomataan, että kapitalisaatiosopimus tuottaa niissä paremmin kuin suora osakesijoittaminen. Näin huomataan, että kapitalisaatiosopimuksen veroton sijoituskohteiden vaihto tuottaa vaihdetuissa osakkeissa paremmin kuin suora osakesijoittaminen. Erityisesti sen huomaa Kemiran ja Nordean osakkeissa, joissa joudu-

taan suorassa osakesijoittamisessa maksamaan pääomatuloveroa sijoituskohteiden vaihdon yhteydessä syntyneistä myyntivoitoista.

TUOTOT KULUJEN JÄLKEEN	2011	2012	2013	2014	2015	KA
HUHTAMÄKI OYJ	-9,21 %	41,40 %	52,52 %	19,35 %	54,84 %	31,78 %
KEMIRA OYJ	-19,68 %	34,51 %	6,99 %			7,27 %
KONE OYJ	-3,35 %	46,25 %	22,16 %	17,96 %	5,63 %	17,73 %
NORDEA BANK AB	-25,41 %	24,22 %	37,93 %			12,25 %
SAMPO A				12,53 %	25,00 %	18,76 %
TIETO OYJ				36,07 %	20,34 %	28,20 %

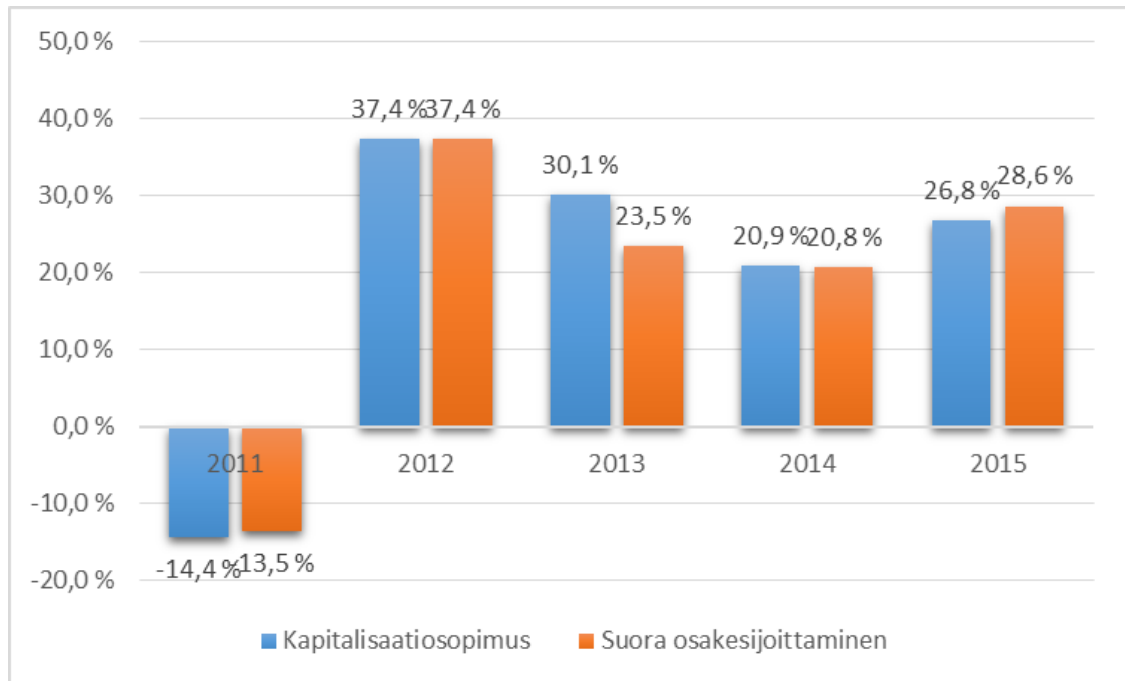
Taulukko 13. Kapitalisaatiosopimuksen osakekohtaiset tuotot kulujen jälkeen.

TUOTOT KULUJEN JÄLKEEN	2011	2012	2013	2014	2015	KA
HUHTAMÄKI OYJ	-8,42 %	41,67 %	52,84 %	19,68 %	55,64 %	32,28 %
KEMIRA OYJ	-18,95 %	34,11 %	-3,51 %			3,88 %
KONE OYJ	-2,05 %	45,91 %	22,13 %	18,14 %	5,88 %	18,00 %
NORDEA BANK AB	-24,64 %	24,55 %	16,03 %			5,32 %
SAMPO A				12,22 %	24,94 %	18,58 %
TIETO OYJ				35,52 %	19,86 %	27,69 %

Taulukko 14. Suoran osakesijoittamisen osakekohtaiset tuotot kulujen jälkeen.

Kuviosta 5 nähdään, että kapitalisaatiosopimuksen kulut syövät tuottoja enemmän kuin osakesijoittamisessa, verrattaessa kuvion 4 tuottoprosentteihin. Ennen kuluja kapitalisaatiosopimus oli huomattavasti kannattavampi, mutta tulojen jälkeen erot kaventuivat selvästi. Kuviossa 4 ennen kuluja kapitalisaatiosopimuksen tuotot olivat joka vuosi suurempia, mutta kulujen jälkeen, ensimmäisenä ja viimeisenä vuonna suora osakesijoittaminen oli jopa tuottavampi. Kuviosta 5 kuitenkin huomataan, että 2013 vuoden lopussa tapahtunut sijoituskohteiden vaihto luo kapitalisaatiosopimuksen ja suoran osakesijoittamisen välille suuren tuottoeron.

Kuvio 5. Salkkujen tuotto kulujen jälkeen.

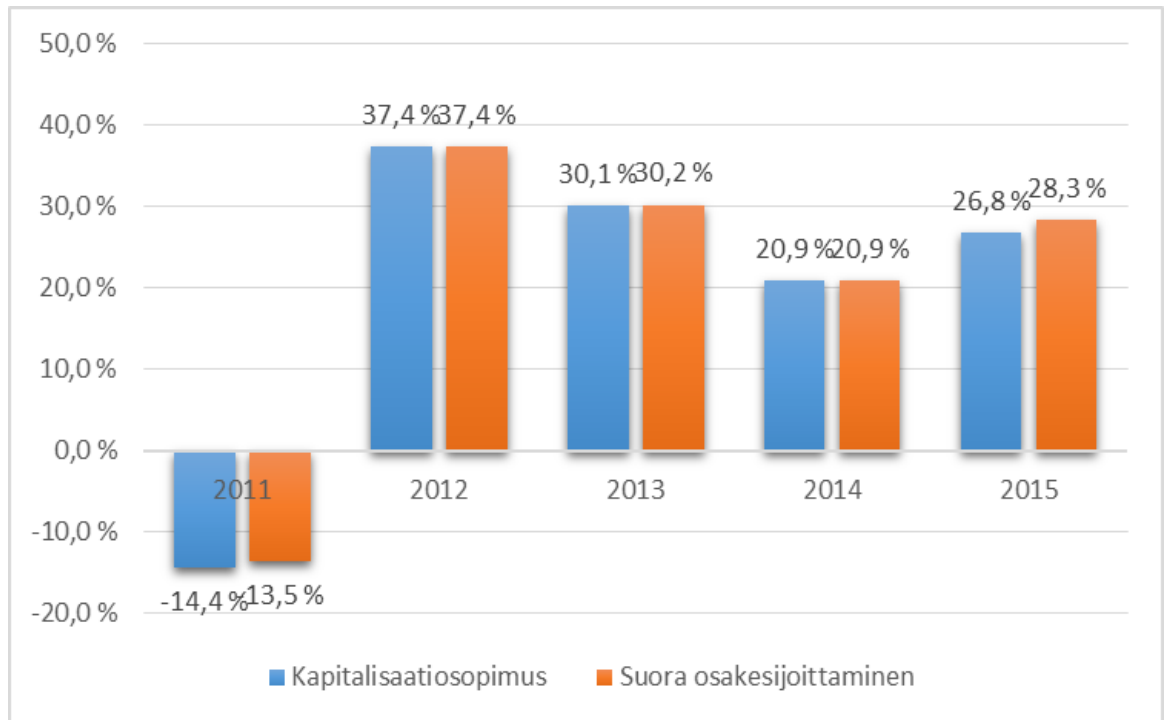


Kapitalisaatiosopimuksen kulut ovat huomattavasti suuremmat, mikä selittää salkkujen tuottoerojen kaventumisen. Ensimmäisenä vuonna kapitalisaatiosopimus tuottaa melkein prosenttiyksikön vähemmän kuin suora osakesijoittaminen. Ensimmäisenä vuonna molemmat salkut tekivät tappiota, mistä näkeekin, että kapitalisaatiosopimus ei voi tappiollisissa olosuhteissa tuottaa suoraa osakesijoittamista paremmin, koska suuret kustannukset pienentävät osinkotuloista syntyviä tuottoja liian paljon.

Jos vertailun vuoksi haluttaisiin tarkastella tilannetta, jossa sijoituskohteiden vaihdosta ei olisi joutunut maksamaan pääomatuloveroa suorassakaan osakesijoittamisessa, olisiko pelkkä osinkotulojen veroton uudelleensijoittaminen kapitalisaatiosopimuksessa riittänyt kattamaan kulut ja tuottamaan paremmin kuin suora osakesijoittaminen.

Kuviossa 6 on kuvattu tilanne, jossa suorassa osakesijoittamisessa ei ole maksettu pääomatuloveroa osakkeiden myynnin yhteydessä. Tätä voidaan miettiä ikään kuin sijoituskohdetta ei olisi vaihdettu ollenkaan. Huomataan, että kulujen jälkeen kapitalisaatiosopimus ei tuota paremmin kuin suora osakesijoittaminen. Tämä on kuitenkin vain kuvitteellinen tilanne, koska suorassa osakesijoittamisessa joutuu aina maksamaan pääomatuloveroa, kun osake tuottaa myyntivoittoa eikä ole vanhoja myyntitappioita, jotka voisi vähentää myyntivoitoista.

Kuvio 6. Salkkujen tuotto kulujen jälkeen sekä ilman sijoituskohteen vaihdosta maksettavaa pääomatuloveroa.



Kuviosta 6 huomattiin, että ilman sijoituskohteen vaihdosta maksettavaa pääomatuloveroa suora osakesijoittaminen olisi tuottavampaa kuin kapitalisaatiosopimus. Tämän työn idea oli kuitenkin vertailla tilannetta, jossa sijoittaja olisi halunnut vaihtaa sijoituskohdetta, koska veroton sijoituskohteiden vaihto on yksi kapitalisaatiosopimuksen päähyödyistä. Sijoittamisessa joutuu aina maksamaan veroja sen hetkisen lainsäädännön mukaan.

6.3 Tutkimustulosten yhteenveto

Tutkimusperiodin aikana kaikki osakkeet tuottivat voittoa ja vain ensimmäisenä vuonna osakkeiden tuotot olivat miinuksella. Osakkeiden heikkoon tuottoon tutkimuksen ensimmäisenä vuotena vaikutti markkinoiden laskusuhdanne. Markkinat olivat toipumassa vuosien 2008–2009 finanssikriisistä. Tutkimusperiodi osui tilanteeseen, jossa pystyttiin vertailemaan suoraa osakesijoittamista ja kapitalisaatiosopimusta tuottoisissa olosuhteissa. Tutkimuksessa vuoden 2013 lopussa myytiin Kemira Oyj:n ja Nordea Bank AB:n osakkeet ja tilalle ostettiin Sampo A:n ja Tieto Oyj:n osakkeita. Tutkimuksen ideana oli siis vertailla suoran osakesijoittamisen ja kapitalisaatiosopimuksen tuottoja tilanteessa, jossa sijoituskohteita vaihdettiin kesken sijoitusperiodin ja osingot sijoitettiin uudelleen osakkeisiin.

Paras osake tutkimuksessa oli Huhtamäki, jonka osakkeen arvo nousi jopa 29 % keskiarvolla vuodessa. Vuosina 2013 ja 2015 Huhtamäen osakkeen arvo kasvoi jopa noin puolella. Muidenkin osakkeiden tuotto oli hyvää ja alle 10 % vuosittaiseen tuottoon päätyivät

vain kesken sijoitusperiodin myydyt osakkeet Kemira (3,36 % p.a) ja Nordea (9,49 % p.a). Myös yritysten osingon maksu oli hyvää, kun keskimäärin tutkimuksen yhtiöt maksoivat n. 4 % osinkoja vuodessa.

Kun tarkastellaan salkkujen arvomääräistä kehitystä ja kun kaikki kulut ja verot on maksettu, huomataan että kapitalisaatiosopimus on kannattavampi vaihtoehto kyseisessä tilanteessa. Kapitalisaatiosopimuksessa kulut syövät tuottoja enemmän kuin suorassa osakesijoittamisessa ja tasoittavat kapitalisaatiosopimuksen verohyötyä. Taulukosta 13 nähdään, että suora osakesijoittaminen tuottaa paremmin siihen asti, kunnes päätetään vaihtaa sijoituskohdetta. Sijoituskohteen veroton vaihtaminen kapitalisaatiosopimuksessa tuo sen verran ison hyödyn, että kyseisen tutkimuksen aikana kapitalisaatiosopimus tuottaa paremmin, kun kulut ja verot on maksettu. Kapitalisaatiosopimuksessa salkun arvo kasvaa 91 % ja suorassa osakesijoittamisessa 87 % sijoitusperiodin aikana. Tuottoja realisoitaessa on molemmista maksettu myyntivoitosta pääomatulovero.

	lähtötilanne	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Kapitalisaatiosopimus</i>	80000	68469	94084	122373	147984	152990
<i>Suora osakesijoittaminen</i>	80000	69165	95022	117306	141651	149388

Taulukko 13. Salkkujen arvon kehitys.

Taulukkoon 14 on kerätty tutkimuksen yhteenveto, jossa tuotot on järjestetty ennen ja jälkeen kulujen sekä realisoinnin jälkeen.. Kapitalisaatiosopimus oli siis ennen kuluja selvästi kannattavampi sijoituskohde, kuten taulukosta 14 huomataan. Se tuotti ennen kuluja joka vuosi paremmin. Ennen kuluja taulukossa ei myöskään ole huomioitu sijoituskohteen vaihdosta maksettavia pääomatuloveroja, jotta pystyttäisiin vertailemaan vain pelkkien osinkojen vaikutusta sijoitusmuotojen välille. Kun kapitalisaatiosopimuksesta vähennetään kulut ja suorassa osakesijoittamisessa otetaan huomioon myös pääomatulovero, niin ero sijoitusmuotojen välillä kaventuu. Silti kapitalisaatiosopimus tuottaa paremmin, suurimmaksi osaksi sijoituskohteen vaihdon yhteydessä tulleen veroedun ansiosta. Viimeisenä vuonna tuottoja realisoitaessa tuotot tippuvat pienimmiksi, koska salkkujen arvot ovat kasvaneet niin suuriksi, että luovutusvoitosta maksettava pääomatulovero on suuri.

	2011	2012	2013	2014	2015	Yhteensä
Ennen kuluja						
Kapitalisaatiosopimus	-12,68 %	38,69 %	31,37 %	22,16 %	28,05 %	149 %
Suora osakesijoittaminen	-13,34 %	37,37 %	30,22 %	21,01 %	28,29 %	141 %
Kulujen jälkeen						
Kapitalisaatiosopimus	-14,41 %	37,41 %	30,07 %	20,93 %	26,77 %	134 %
Suora osakesijoittaminen	-13,54 %	37,38 %	23,45 %	20,75 %	28,64 %	128 %
Realisoinnin jälkeen						
Kapitalisaatiosopimus	-14,41 %	37,41 %	30,07 %	20,93 %	3,38 %	91 %
Suora osakesijoittaminen	-13,54 %	37,38 %	23,45 %	20,75 %	5,46 %	87 %

Taulukko 14. Yhteenveto tutkimustuloksista

7 Johtopäätökset

Tutkimuksen onnistumisen kannalta on tärkeää, että tutkimuksen pätevyys ja tutkimusmenetelmien luotettavuus ovat kunnossa. Tutkimuksen pätevyydellä eli validiteetilla tarkoitetaan tutkimuksen kykyä selvittää sitä, mikä tutkimuksen tarkoitus on. Validiteetti ilmaisee, onko tutkimuksessa käytetty tutkimusmenetelmä mitannut tutkittavaa asiaa. Tutkimusmenetelmien luotettavuudella eli reliabiliteetilla tarkoitetaan käytetyn tutkimusmenetelmän kykyä antaa ei-sattumanvaraisia tuloksia, toisin sanoen kuinka hyvin käytetyt menetelmät kykenevät saavuttamaan tarkoitettuja tuloksia. (Virtuaali Ammattikorkeakoulu.)

Tutkimuksen luotettavuutta eli reliabiliteettia voidaan pitää hyvänä, koska osakkeiden kurssihistoria on kerätty suoraan Helsingin pörssin eli Nasdaq OMX Helsingin verkkosivuilta. Osinkohistoria on kerätty Kauppalehden verkkosivuilta, jota voidaan pitää luotettavana toimijana. Tutkimusaineisto on siirretty Excel-taulukkolaskentaohjelmaan, joten siirrossa on voinut tulla virheitä, useista tarkistuksista huolimatta. Mahdolliset virheet eivät kuitenkaan ole niin suuria, että niillä katsottaisiin olevan huomattavaa merkitystä tutkimuksen luotettavuuteen.

Tutkimuksen pätevyyttä voidaan pitää hyvänä, koska on tutkittu juuri sitä tutkimusongelmaa kuin pitikin. Tutkimuksessa tutkitaan kapitalisaatiosopimuksen ja suoran osakesijoittamisen tuottoeroja. Tuotto toimii mittarina näiden kahden sijoituskohteen erojen välillä. Tutkimuksesta on kuitenkin vaikeaa tehdä lopullisia johtopäätöksiä, koska tutkimusaineisto on hyvin kapea.

Tutkimuksen pääasiallisena tutkimusongelmana oli selvittää kumpi sijoitusmuoto, kapitalisaatiosopimus vai suora osakesijoittaminen on kannattavampi. Tutkimuksessa päädyttiin tulokseen, jossa kapitalisaatiosopimus sopimus olisi kannattavampi sijoituskohteeksi, kun vaihdetaan kahta osaketta kesken sijoitusperiodin ja sijoitusperiodi on viisi vuotta. Osakkeiden vaihtamisesta ja osinkojen uudelleensijoittamisesta syntynyt maksettava pääomatulovero vähentää suorassa osakesijoittamisessa tuottoja sen verran paljon, että kapitalisaatiosopimus on kannattavampi tässä tapauksessa. Kapitalisaatiosopimus ei ollut joka vuosi tuottavampi sijoituskohteeksi, mutta kun tarkastellaan lopullista tuottoa, niin kapitalisaatiosopimus oli kuitenkin hieman tuottoisampi. Ei voida kuitenkaan sanoa, että kapitalisaatiosopimus olisi aina kannattavampi vaihtoehto.

Tutkimuksesta ei kuitenkaan voi vetää suoraan johtopäätöstä, että kapitalisaatiosopimus olisi kannattavampaa jokaisessa tilanteessa. Tässä tutkimuksessa osakkeet tuottivat voittoa tuottoja realisoitaessa. Jos esimerkiksi sijoituskohteiden vaihdon yhteydessä osak-

keista olisi syntynyt myyntitappioita, olisi myyntitappiot suorassa osakesijoittamisessa voinut vähentää lopussa syntyneistä myyntivoitoista, kun taas kapitalisaatiosopimuksessa ei ole tätä mahdollisuutta. Tämä olisi voinut kääntää tuloksen suoran osakesijoittamisen kannalle. Kaikissa kapitalisaatiosopimuksissa ei myöskään pysty välttämättä valitsemaan kaikista Helsingin pörssissä olevista osakkeista, joten myös osakevalinnoilla on merkitystä. Joillakin palveluntarjoajilla on vain rajattu määrä osakkeita valikoimassaan. Silloin sijoittajalla ei ole täysi vapaus valita kaikista osakkeista, mikä aiheuttaa ristiriidan suoran osakesijoittamisen kanssa. Sijoittajan pitää silloin pohtia myös minkälaiseen ja kenen palveluntarjoajan kapitalisaatiosopimukseen sijoittaa.

Kapitalisaatiosopimuksen yksi eduista on osinkojen veroton uudelleensijoittaminen, kun taas suorassa osakesijoittamisessa joudutaan maksamaan pääomatuloveroja osingoista, ennen kuin ne pystytään uudelleensijoittamaan osakkeisiin. Tässä tutkimuksessa sijoitusperiodi oli vain viisi vuotta. Jos sijoitusperiodi olisi ollut pitempi, niin kapitalisaatiosopimuksen isot kulut olisivat voineet syödä sen veroedusta syntyneitä tuottoja sen verran paljon, että pitkällä aikavälillä suora osakesijoittaminen olisi voinut ollut kannattavampaa. Yleensä sijoitusaika voi olla huomattavasti pidempikin kuin viisi vuotta, varsinkin vakuutus tuotteiden kohdalla.

Tutkimuksessa osakevalintojen takana ei ollut mitään strategiaa tai näkemystä, minkä perusteella osakkeet olisi valittu. Tutkimuksessa olisi voitu miettiä, miten erilaiset strategiat ja osakkeiden tunnusluvut, kuten beta-luku ja volatiliteetti, olisivat vaikuttaneet siihen, että minkälaisia osakkeita valitaan ja milloin niitä myydään. Tutkimuksessa ei myöskään vertailtu eri yhtiöiden osingonmaksupolitiikkaa tai mietitty miten osakkeiden arvot kehittyivät. Tämän tutkimuksen tarkoituksena oli vain selvittää, kuinka kapitalisaatiosopimuksen veroetu vaikuttaa sijoitusmuotojen tuottoeroihin.

Tutkimuksen perusteella voisi sanoa, että kapitalisaatiosopimus olisi kannattavampi sijoitusmuoto, jos osakkeita vaihdetaan aktiivisesti. Tutkimuksessa ei päädytty käyttämään mitään sijoitusstrategiaa, koska haluttiin tutkia vain kapitalisaatiosopimuksen veroedun vaikutusta tuottoihin. Jos tutkimuksessa olisi käyty aktiivisesti kauppaa ja sijoituskohteita olisi vaihdettu vieläkin enemmän, niin kapitalisaatiosopimus olisi luultavasti sopinut paremmin aktiiviseen kaupankäyntiin. Kapitalisaatiosopimuksessa sijoituskohteiden veroton vaihtaminen sopii aktiiviselle kaupankävijälle, kun taas suora osakesijoittaminen sopii paremmin, jos sijoitusstrategia on passiivien eli sijoituskohteita ei vaihdeta usein tai lähes ollenkaan. Olisi voitu myös miettiä miten erilaiset johdannaiset, kuten myynti- ja ostooptiot, olisivat vaikuttaneet suoran osakesijoittamisen tuottoihin. Johdannaisilla pystytään suojautumaan osakkeiden hinnan laskuja vastaan tai hyötymään osakkeiden hinnan nou-

suista. Johdannaisten käyttäminen perustuu näkemykseen markkinoiden kehityksestä. Tosin epäonnistuneet suojautumiset voivat tuottaa huomattaviakin tappioita.

Tähän tutkimukseen kulut valittiin käyttäen markkinoiden keskimääräisiä kuluja. Sillä on kuitenkin paljon merkitystä, minkä palveluntarjoajan tuotteita käyttää. Kuten Ville Ruutunen tutki työssään ”kapitalisaatiosopimusten kuluvertailu”, kapitalisaatiosopimusten kulurakenteet eroavata huomattavasti toisistaan ja niissä on painotettu erilaisia kuluja. Toiset kapitalisaatiosopimukset sopivat paremmin aktiivista kaupankäyntiä harrastaville ja toiset pitkäaikaisempaan säästämiseen. Se miten kapitalisaatiosopimuksen kulurakenne on muodostunut, vaikuttaa siihen minkälaiselle sijoittajalle ne sopivat. Jos halutaan käydä aktiivista kauppaa, niin edellytyksenä tulisi olla, että kaupankäynnistä ei synny mitään kuluja. Tällaisessa sopimuksessa hoitopalkkiot olisivat luultavasti suuremmat. Jos taas sijoituskohteita ei haluta vaihtaa aktiivisesti, niin hoitopalkkioiden pitäisi olla pienemmät ja mahdollisista kaupoista maksettaisiin suurempi hinta. Sijoittaja joutuu aina punnitsemaan sijoituspäätöstä tehdessään, minkälainen sijoittaja hän on.

Tutkimuksen johtopäätöksenä voidaan sanoa, että on vaikea verrata kahta sijoitusmuotoa ja päätyä ratkaisuun, jossa toinen sijoitusmuoto olisi aina parempi vaihtoehto. Sijoitusmuodoissa on aina omat plussat ja miinuksensa. Kapitalisaatiosopimus luo sijoittajalle mielenkiintoisen vaihtoehdon, jossa pystytään siirtämään veroja myöhemmäksi ja maksamaan ne vasta, kun tuottoja nostetaan. Kapitalisaatiosopimuksessa on myös suhteellisen suuret kulut, ainakin suoraan osakesijoittamiseen verrattaessa, joten sijoitusmuotojen kulurakenne joudutaan aina ottamaan huomioon sijoituspäätöstä tehdessä. Suurin ongelma sijoittajalle on miettiä, tuoko kapitalisaatiosopimuksen veroetu tarpeeksi lisäarvoa, jotta hänen olisi järkeä sijoittaa kapitalisaatiosopimukseen ennemmin kuin esimerkiksi suoraan osakkeisiin. Sijoitusmuotojen eroavaisuudet täytyy aina ottaa huomioon sijoituspäätöstä tehdessä.

Lähteet

Finanssialan keskusliitto 2015. Vakuutusyhtiöt Suomessa 2014. Luettavissa:
http://www.finanssiala.fi/materiaalit/Vakuutusyhtiöt_Suomessa_2014.pdf. Luettu:
15.2.2016

Finanssivalvonta 2011. Kapitalisaatiosopimuksen riskit. Luettavissa:
<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Kapitalisaatiosopimukset/Riskit/Pages/Default.aspx>. Luettu: 23.2.2016.

Finanssivalvonta 2012. Kapitalisaatiosopimukset. Luettavissa:
<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Kapitalisaatiosopimukset/Pages/Default.aspx>. Luettu: 6.2.2016.

Finanssivalvonta 2014. Kapitalisaatiosopimusten tuotot ja kustannukset. Luettavissa:
http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Kapitalisaatiosopimukset/Kulut_tuotot/Pages/Default.aspx. Luettu: 12.2.2016.

FINE. Henkivakuutus, säästö- ja sijoitusvakuutukset. Luettavissa:
<https://www.fine.fi/finanssitietoa/vakuutukset-ja-vahingot/henkivakuutus-saasto-ja-sijoitusvakuutukset.html>. Luettu: 8.2.2016.

Kallunki, J-P, Martikainen, M & Niemelä, J 2011. Ammattimainen sijoittaminen. 7. Painos. Talentum.

Kauppalehti. Osingot. Luettavissa:
<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/osingot/osinkohistoria.jsp>. Luettu: 2.3.2016.

Knüpfer, S & Puttonen, V. 2012. Moderni Rahoitus. Sanoma Pro Oy. Helsinki.

Leinvuo, P 2013. Sijoittaminen kapitalisaatiosopimukseen.
http://theseus.fi/bitstream/handle/10024/61052/Leinvuo_Pauli.pdf?sequence=1. Luettu:
6.3.2016

Lindström, K & Lindström T. 2014. Onnistu Osakemarkkinoilla. Talentum. Helsinki.

Nasdaq OMX Nordic 2016. Osakkeet. Luettavissa:
<http://www.nasdaqomxnordic.com/osakkeet>. Luettu: 28.2.2016.

Pörssisäätiö 2015 a. Osakeopas. Luettavissa: http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2015/06/osakeopas_2015_e.pdf. Luettu: 19.2.2016

Pörssisäätiö 2015 b. Sijoittajan vero-opas 2015. Luettavissa: http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2012/01/vero_opas_2015_final3_web1.pdf. Luettu: 11.2.2016.

Ruuttunen, V 2014. Kapitalisaatiosopimusten kuluvertailu. Luettavissa: <http://theseus.fi/bitstream/handle/10024/83394/Kapitalisaatiosopimusten%20kuluvertailu.pdf?sequence=1>. Luettu: 15.3.2016

Saario, S 2012. Miten sijoitan pörssiosakkeisiin. 10. painos. Sanoma Pro Oy. Helsinki

Tilastokeskus 2014. Kotitalouksien rahoitusvarat. Luettavissa: http://www.stat.fi/til/rtp/2014/rtp_2014_2015-07-09_kuv_001_fi.html. Luettu: 15.2.2016

Vero 2013. Luovutustappioiden vähentäminen. Luettu: https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Henkiloasiakkaan_tuloverotus/Luovutustappioiden_vahentaminen%2825217%29. Luettu: 16.2.2016.

Vero 2014 a. Osakkeiden myynti. Luettavissa: https://www.vero.fi/fi-FI/Henkiloasiakkaat/Sijoitukset/Osakkeet_ja_osingot/Osakkeiden_myynti%2811940%29. Luettu: 14.2.2016

Vero 2014 b. Osinkotulojen verotus. Luettavissa: https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Elinkeinoverotus/Osinkotulojen_verotus%2834928%29. Luettu: 11.2.2016

Vero 2015. Kapitalisaatiosopimuksen verotus. Luettavissa: https://www.vero.fi/fi-FI/Syventavat_veroohjeet/Elinkeinoverotus/Kapitalisaatiosopimuksen_verotus%2838766%29. Luettu: 8.2.2016.

Virtuaali Ammattikorkeakoulu. Luettavissa: <http://www2.amk.fi/digma.fi/www.amk.fi/opintojaksot/0709019/1193463890749/1193464185783/1194413809750/1194415367669.html>. Luettu: 4.4.2016

Liitteet

Liite 1. Osinko oikaistu tuotto

$$r = \frac{P_n N_n}{P_0 N_0} - 1$$

missä

P_n	= osakkeen hinta vuoden lopussa
N_n	= osakkeiden määrä vuoden lopussa
P_0	= osakkeen hinta vuoden alussa
N_0	= osakkeiden määrä vuoden alussa